

DIRECCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

Índice

| | |
|--|-----------|
| TEMA 1: GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS Y DIRECCIÓN FINANCIERA. .3 | |
| 1.- Introducción: | 3 |
| 2.- La globalización de los mercados financieros: | 3 |
| 2.1 Inicio del proceso de globalización: | 4 |
| 2.2 Aceleración del proceso de globalización | 5 |
| 2.3 El proceso de la globalización tras la crisis de 2008..... | 6 |
| 3.- Efectos del proceso de globalización: | 9 |
| 3.1 Efectos positivos de la globalización de los mercados financieros. | 9 |
| 3.2 Efectos negativos de la globalización de los mercados financieros | 10 |
| 4.- Mercados financieros internacionales: | 10 |
| 4.1 Mercados de divisas: | 11 |
| 4.2 Mercado internacional de créditos: | 13 |
| 4.3 Mercado internacional de renta fija | 15 |
| 4.4 Mercado internacional de renta variable | 18 |
| 5. Instrumentos de financiación del comercio exterior: | 21 |
| 6. Riesgos en las finanzas internacionales: | 22 |

TEMA 1: GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS Y DIRECCIÓN FINANCIERA.

1.- Introducción:

Durante las tres décadas anteriores a la crisis de 2008, la globalización financiera parecía un fenómeno imparable. Este crecimiento era el resultado de varias tendencias interrelacionadas: avances en las TIC, liberalización de los mercados financieros e innovación de productos y servicios financieros.

La interconexión de los mercados financieros ofrece indudables beneficios a las empresas: acceso a un mayor mercado y oferta de productos de financiación, inversión y gestión del riesgo. Pero también conlleva una mayor incertidumbre por el efecto dominó de las crisis financieras.

En un mundo global, en el que las economías están altamente interconectadas, la gestión del riesgo es clave.

2.- La globalización de los mercados financieros:

Las economías nacionales están cada vez más interconectadas e integradas. Asimismo, los mercados financieros presentan en la actualidad un alto grado de globalización o interconexión.

Globalización financiera -> integración de los diversos mercados financieros domésticos o nacionales en un único mercado financiero internacional, de tal forma que el capital pueda moverse sin restricciones y fronteras.

Si bien el grado de integración no es total, a partir de los años 80s se ha producido una gran transformación del sistema financiero con una creciente integración de los mercados y aumento de la dimensión del sector (en flujos de capital y en multiplicación de productos financieros).

La globalización financiera ha traído numerosos beneficios en las economías nacionales y ha transformado la estructura de los mercados, creando nuevos riesgos y retos para los agentes financieros y los reguladores.

Hoy, las opciones para obtener financiación se han multiplicado considerablemente.

Etapas en el proceso de globalización:

- Inicio (hasta 1980)
- Aceleración (1980-2007)
- Postcrisis (a partir de 2008)

2.1 Inicio del proceso de globalización:

La globalización de los mercados financieros ha sido impulsada principalmente por:

➤ Crecimiento del comercio internacional:

La expansión del comercio internacional estimula la demanda de un sistema financiero igualmente internacional. El primer motor del desarrollo del comercio internacional lo constituyen los avances tecnológicos en el transporte y la comunicación de finales del siglo XVIII y mediados del XIX. Junto al crecimiento demográfico y de inversión, fueron los responsables del aumento sostenido del comercio internacional durante los siglos XIX y principios del XX (cabe incluir la fijación del oro como estándar internacional).

Tras el parón comercial de la IGM, la Gran Depresión y la IIGM, las claves de un nuevo impulso hay que encontrarlas en las políticas de cooperación entre naciones (liberalización del comercio y eliminación de barreras comerciales).

Uno de los primeros pasos fue la firma en 1947 del *Acuerdo General sobre Aranceles de Aduana y Comercio (GATT)* por 23 países, formado más tarde por 123 países. Finalmente dio para la *Organización Mundial del Comercio (OMC)*, que se ocupa de las normas que rigen actualmente el comercio entre los países.

Otro fuerte estímulo a comercio exterior lo constituyó la creación de la CEE (6 miembros fundadores) que en 1993 dio paso a la UE (28 países miembros).

Otros datos importantes del *libre comercio*:

- Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA) en 1990, firmado por Canadá, E.E.U.U. y México.
- *Mercosur* en 1991, formado por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay (posteriormente se unieron Venezuela y Bolivia)
- Tratado de Asociación Transpacífico (TTP) en 2015, firmado por E.E.U.U., Japón y 10 naciones más posteriormente. Nace de acuerdo P4 (Brunei, Chile, Nueva Zelanda y Singapur). *Representa el 40% de la economía mundial.*

➤ Desregularización de los movimientos de capitales.

El empuje del comercio internacional y de las nuevas TIC no explican por sí solos la



globalización del entramado financiero. Sin la mano reguladora (desreguladora) de los gobiernos no hubiera sido posible.

Actualmente, los mercados financieros en la mayoría de los países están escasamente regulados. Esta libertad financiera ha permitido que el capital se movilice desde cualquier país para ser invertido en cualquier otro país.

Los acuerdos de *Bretton Woods* marcaron el comienzo de la desregularización de las relaciones monetarias y financieras mundiales. A raíz de dichos acuerdos se crearon el *Fondo Monetario Internacional* y el *Banco Mundial*, estableciéndose el dólar norteamericano como estándar.

Durante los 80 y 90 se llevó a cabo una segunda oleada de desregularizaciones en la mayoría de los países. A partir de los años 80 comienza un proceso de liberalización de actividades financieras que alentó una rápida expansión del sector financiero, incluyendo la creación de productos que cubran riesgos.

2.2 Aceleración del proceso de globalización

El proceso experimentó una fuerte aceleración durante la década de los 80 hasta la crisis de 2008.

Los activos extranjeros globales como porcentaje del PIB mundial eran del 24% en 1970, pasaron al 63% en 1990, al 104% en 2000 y al 185% en 2007. Las economías maduras cuadruplicaron sus activos extranjeros entre 1970 y 2007, y las economías emergentes los duplicaron. El comercio exterior aumentó del 2% del PIB mundial en 1988 al 16% en 2013.

Factores que explican dicha fuerte aceleración:

- Factores macroeconómicos. Bajos tipos de interés, menor volatilidad, ciclos suaves de negocio. Estos factores redujeron la rentabilidad de los activos más seguros e incentivaron la búsqueda en el extranjero de mayores retornos. A la vez, las autoridades económicas eran de la opinión que una menor intervención favorecía mejores resultados.
- Factores estructurales. Innovación financiera en un contexto de desregularización y menor supervisión.
- Creación del euro y de la *Unión Monetaria Europea*.
- Gran despegue de las economías y sistemas financieros de los países emergentes.
- Avances de las TIC.

La mayor integración de los mercados financieros trajo notables beneficios, también llevó aparejado un precio: un creciente apalancamiento. El crecimiento del apalancamiento durante el



periodo de 2000 a 2007 era especialmente acusado en el Reino Unido y en los bancos de la eurozona, impulsado por una fuerte demanda de crédito y un fácil acceso al mercado de préstamos interbancarios.

Los mercados se encuentran en la actualidad totalmente interconectados electrónicamente y las transacciones se realizan de forma inmediata, lo que permite abaratar los costes y permitir que todos accedan a la información de forma inmediata. Por otro lado, plantea retos de supervisión y regulación.

2.3 El proceso de la globalización tras la crisis de 2008

La crisis financiera de 2008 supuso un parón en el proceso de globalización financiera y los niveles de flujos de capitales entre países cayeron en picado.

Factores fundamentales que redireccionaron el proceso de la globalización financiera tras la crisis de 2008:

- Factor estructural: desapalancamiento bancario.

Tras la crisis los bancos europeos se retiran del mercado europeo interbancario y se ven obligados a desapalancarse. Su capacidad para obtener capital se ve drásticamente reducida por la desconfianza que generan en sus balances. Los bancos deciden restringir el crédito, lo que provoca una crisis de financiación en el sector empresarial que deriva en el cierre de muchas empresas (especialmente pymes).

- Factor macroeconómico: política monetaria expansiva

En las principales economías maduras, a raíz del endurecimiento de las condiciones del crédito a particulares y empresas, los bancos centrales recortan el tipo de interés para estimular sus economías hasta mínimos récord. Este descenso de tipos de interés tuvo 2 consecuencias fundamentales.

1. Expansión de la deuda soberana y corporativa que ha compensado en parte la caída de flujos de capital interbancarios.
2. Desplazamiento de flujos de capital a economías emergentes (inversores buscan retorno a costa de mayor riesgo).



- Revisión sustancial de la regulación de control y supervisión.

Mayor control y supervisión de los bancos en particular y del sistema financiero en general ejercido por las autoridades públicas y los organismos internacionales. Las políticas financieras internacionales tras el estallido de la crisis de 2008 han tomado medidas en cuatro direcciones:

1. Reforzar la solvencia de los bancos: capital, apalancamiento, liquidez y financiación.
2. Evitar el contagio de una crisis financiera a la economía real.
3. Conseguir mayor estabilidad y transparencia en los mercados financieros.
4. Reforzar los mecanismos globales de supervisión y monitorización.

Ejemplos de dichas políticas:

a) *Basilea III*

Desarrollada en 2010, refuerza los requisitos de capital bancario e introduce nuevos requisitos de liquidez y apalancamiento bancario. En términos cuantitativos los requerimientos del capital de mayor calidad suben en la práctica a más del doble.

Se añaden más requisitos a la titulación de activos, se establece una ratio de apalancamiento global armonizado para restringir la excesiva toma de riesgos y se introducen nuevos estándares mínimos de liquidez.

En Basilea III las medidas microeconómicas se ha complementado con un enfoque macroprudencial.

b) *Unión de los Mercados de Capitales.*

La UE ha lanzado en 2015 un plan de acción para impulsar a la Unión de los Mercados de Capitales con el objetivo de evitar el contagio de una crisis financiera al

sector no financiero de la economía. La intención es crear un verdadero mercado único de capitales europeo, fuerte y estable.

Disponer de fuentes de financiación alternativas a los bancos contribuye a mitigar las repercusiones de una crisis bancaria en el tejido empresarial y su acceso al crédito.

c) *La unión Bancaria (UB)*

Su objetivo es crear un sistema bancario plenamente integrado y con mayor credibilidad al desvincular los riesgos bancarios de la capacidad financiera de los diferentes estados miembros. Esto significa que a la hora de depositar o invertir dinero en su banco, solo sea relevante la solvencia y viabilidad del banco, no el país en que dicho banco se halla.

La UB cuenta con una supervisión única y creíble (**Mecanismo Único de Supervisión, MUS**) y con mecanismos comunes de resolución de bancos cuando el supervisor declara la inviabilidad de alguno de ellos (**Mecanismo Único de Resolución, MUR**). El MUR define con claridad las reglas de actuación y decisión en la resolución de bancos.

El *MUS* asigna la función de supervisor bancario directo al *Banco Central Europeo*. Por tanto, la decisión de resolución de un banco deja de ser competencia de las autoridades del país domicilio del banco.

El *MUR* es responsable de la preparación para la hipótesis más desfavorable (quiebra) con objeto de garantizar que la situación puede resolverse de una manera ordenada con costes mínimos para los contribuyentes.

El querer ahorrar a los contribuyentes el coste de futuras resoluciones bancarias comportó un cambio en las normas subyacentes, siendo los accionistas y los acreedores de los bancos quienes financien principalmente las resoluciones. Cuando proceda, también puede obtenerse financiación del (**Fondo Único de Resolución, FUR**)

El *MUS* es plenamente operativo desde noviembre de 2014, mientras que el *MUR* lo es desde enero de 2016. El *FUR* solo alcanzará su objetivo de financiación en 2023. Los miembros de la zona del euro forman parte automática de la unión bancaria, mientras que para otros estados miembros la adhesión es voluntaria.

De acuerdo con el instituto de Finanzas Internacionales (**IFF**), la desaceleración de los flujos de capital entre países no se debe tanto a la

introducción de nuevos controles y estándares sino a un ajuste natural tras los excesos de años anteriores.

- Nuevas tecnologías y canales financieros.

El desarrollo de nuevas tecnologías y canales financieros durante los últimos veinte años ha sido decisivo en el proceso de globalización, facilitando las inversiones y los servicios financieros transnacionales por las siguientes razones.

1. Reduciendo los costes transnacionales.
2. Contribuyendo a la transparencia de precios y fomentando la competitividad.
3. Reduciendo los costes marginales de producción y distribución, eliminando las barreras de entrada a pequeñas empresas.

3.- Efectos del proceso de globalización:

La globalización se refleja en el espectacular crecimiento de la dimensión del sistema financiero, especialmente significativo desde 1990. El sector financiero se ha convertido en una de las actividades con más peso en la economía mundial.

3.1 Efectos positivos de la globalización de los mercados financieros.

Los mercados de capitales internacionales liberalizados permiten canalizar el ahorro a los usos más productivos, estén donde estén. Asimismo, se da una menor dependencia de la inversión con respecto al ahorro nacional. El riesgo se comparte, el coste del capital disminuye, impulsando a las empresas a invertir más y, por tanto, a general riqueza y empleo.

La globalización de los mercados financieros ayuda a divulgar las innovaciones tecnológicas y los nuevos productos financieros de manera casi instantánea.

Ventajas que brinda la globalización financiera a las empresas:

- Facilita la internacionalización de las empresas y el acceso a consumidores fuera de sus fronteras.
- Diversifica y amplía las fuentes de financiación de la empresa. Una mayor diversidad en la base de inversiones contribuye a:
 - Mayor liquidez y menor volatilidad en las cotizaciones de las acciones.
 - Menor dependencia del ahorro nacional y, por tanto, una mayor protección frente a crisis.
- Reduce los costes financieros y de intermediación.



- Mejor cobertura del riesgo de tipo de cambio.

3.2 Efectos negativos de la globalización de los mercados financieros

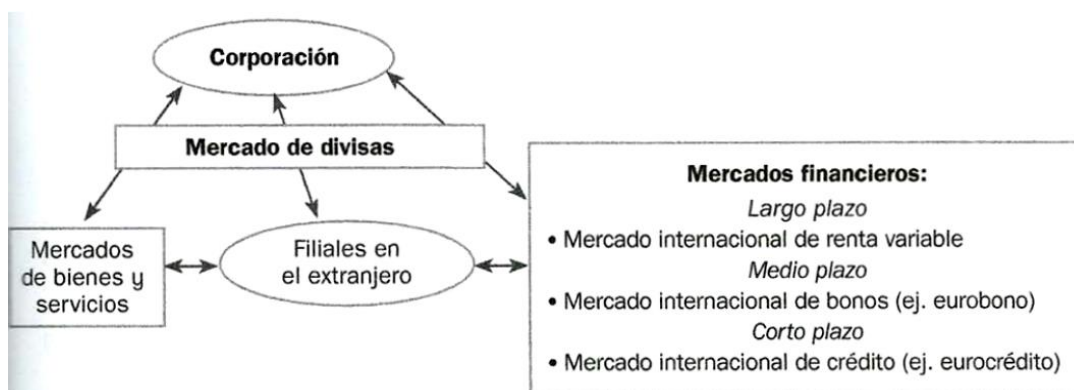
Desde la óptica de la empresa, la globalización o interconexión de los mercados financieros puede conllevar también una serie de riesgos:

- Efecto contagio o riesgo sistémico. Cuando más interconectado está un mercado financiero, más rápidamente y con más contundencia se propagan las crisis.
- Mayor vulnerabilidad del sistema bancario. Las políticas regulatorias y de supervisión en la actualidad pretenden fortalecer la resiliencia (habilidad para recuperarse después de una perturbación) de los bancos e impedir el contagio de una crisis financiera al tejido empresarial.
- La globalización de los mercados financieros ha favorecido las transacciones puramente especulativas (sobre todo por la posibilidad de acceso público a través de internet). Las transacciones puramente especulativas pueden provocar desequilibrios del sistema financiero.
- En un entorno de mayor interconexión y especulación, las presiones sobre los precios a la baja o al alza son mayores, lo que conduce a mayor volatilidad y a la creación de burbujas cuando la presión es al alza.

4.- Mercados financieros internacionales:

Analizaremos los siguientes mercados:

- Mercado de divisas.
- Mercado internacional de créditos.
- Mercado internacional de renta fija.
- Mercado internacional de renta variable.



4.1 Mercados de divisas:

Las empresas dependen del mercado de divisas para intercambiar moneda local por divisas para comprar o invertir en otros países. A su vez, si venden o piden prestado en el extranjero y necesitan los fondos en su país deberán convertir las divisas en moneda local.

La existencia de diferentes monedas de cambio es una de las principales barreras para lograr una auténtica globalización de los mercados financieros. El mercado de divisas es posiblemente el mercado financiero más perfecto, debido a que reúne las siguientes características:

1. Global y descentralizado. Cada divisa da lugar a un mercado que no está ligado a un mercado geográfica y están interconectados las 24h.
2. Transparente. La información es accesible inmediatamente a todos los operadores sin coste alguno.
3. Libre. Los tipos de cambio los determina el juego de la oferta y la demanda (los que publica el BCE son meros tipos de referencia)
4. Flexible. Por la cantidad de currency pairs (pares de divisas), tipos de transacción y plazos con los que se puede operar.
5. Líquido. Debido a su tamaño y a que se cotizan continuamente cambios de compra y venta para las principales divisas fuertes.
6. Profundo. Es el mercado con más volumen de transacciones.

Las funciones del mercado de divisas son:

- Transferir poder adquisitivo de un país a otro. Si un inversor o turista necesita moneda extranjera para una transacción en otro país debe acudir al mercado de divisas.
- Financiar el comercio internacional. Pago y cobro de importaciones y exportaciones.
- Proporcionar cobertura frente al riesgo de tipo de cambio. Los participantes en transacciones internacionales utilizan operaciones a plazo (forward)

Actividad
mercado de
divisas

Actividad mayorista. Integrado por los bancos centrales, los brokers, los bancos comerciales llamados *market makers* y los bancos comerciales cuando dan servicio a otros bancos.

Actividad minorista. Integrada por los exportadores, importadores, inversores, turistas, emigrantes, etc. y por los bancos comerciales cuando opera con estos.



Operaciones en el mercado de divisas:

El acceso a los mercados de financiación en moneda extranjera también coloca a las corporaciones en una situación de mayor vulnerabilidad a las fluctuaciones de los tipos de cambio. Por ello, las principales operaciones que realiza una empresa en el mercado de divisas son de *Hedging*, es decir, de protección frente al riesgo de tipo de cambio.

Las operaciones más frecuentes dirigidas a cubrirse frente a las fluctuaciones de tipo de cambio son:

- *Contratos de futuros y forwards.*

Los contratos de futuros permiten a una empresa fijar el tipo de cambio de una operación futura de compra o venta de divisas. Se trata de asegurar el precio de la divisa que se va a necesitar en un futuro y cubrir el riesgo de fluctuaciones desfavorables (tampoco se beneficiará de posibles fluctuaciones favorables)

Los forwards se usan para transacciones en mercados no organizados (**Over the counter, OTC**). Son acuerdos privados entre dos partes y no son tan rígidos en sus términos, es decir, las partes negocian los términos y condiciones.

Futuros vs. Forwards:

Los contratos de futuros son más estándar que los forwards y pueden no ajustarse a las necesidades de la empresa.

En el caso de los contratos de futuros las cámaras de compensación (**clearing houses**) se encargan de liquidar y garantizar las transacciones. Sin embargo, los forwards no tienen esa garantía, dependen de que las partes cumplan sus obligaciones.

Los contratos de futuros se contratan por cantidades prefijadas de una divisa, son mucho más líquidos y suelen ser instrumentos de especulación.

En los forwards, la liquidación del contrato ocurre a su vencimiento. Los contratos de futuros son ajustados al valor del mercado diariamente y su liquidación puede producirse en un intervalo de fechas. Por el contrario, los contratos forward solo poseen una fecha de liquidación.

- *Operaciones en el mercado de dinero.*

Cuando una empresa debe hacer un pago en moneda extranjera en un futuro, puede comprar las divisas ahora y depositarlas en una cuenta bancaria en dicha divisa, que genera intereses (entran en juego los intereses del depósito). Si va a recibir una cantidad de divisas en un futuro, puede optar por tomar prestado ahora en moneda doméstica el equivalente de dicha cantidad al tipo de cambio presente. Cuando llegue el momento de

pagar, no tendrá que realizar ninguna conversión de divisas (entra en juego los intereses del préstamo).

- *Opciones de divisas.*

La operación de cobertura idónea es aquella que protege frente a fluctuaciones adversas, pero permite aprovecharse de las fluctuaciones favorables. Las opciones de divisas o currency option hedge ofrecen esta posibilidad, aunque para ello la empresa debe pagar un precio o "premium". Una opción de divisas otorga el derecho, pero no la obligación, tanto de comprar (opción de compra) como de vender (opción de venta) una cantidad determinada de moneda extranjera a un precio fijado (strike) en una fecha prevista. Por este derecho de compra o venta se paga una prima por adelantado al vendedor de la opción. Si en la fecha de vencimiento la divisa no se adquiere o no se vende, el titular perderá solo la prima.

En el sistema europeo, el ejercicio de la opción solo puede ser en una fecha determinada mientras que en el sistema norteamericano permite ejercitar la opción cualquier día durante un periodo establecido.

- *Operaciones de hedging a largo plazo.*

Cuando las empresas prevén obtener flujos en divisas durante un largo periodo de tiempo, suelen optar por una operación forward a largo plazo.

La mayoría de los bancos internacionales ofertan forwards a cinco años en libras esterlinas, dólares canadienses, yenes y francos suizos.

- *Swaps de divisas.*

Es un contrato de permuta que obliga a dos partes a intercambiar futuros pagos de intereses y principal, correspondientes a operaciones de endeudamiento o inversión sobre el mismo nominal y vencimiento. Una parte paga en una divisa y la otra parte en una divisa diferente. El tipo de cambio es fijo durante la vida del swap.

En el momento de contratar una operación de swap solo se efectúa una promesa de permuta financiera futura en unas condiciones acordadas de antemano. El intermediario garantiza el buen fin de la operación y frecuentemente también garantiza el anonimato de las partes.

4.2 Mercado internacional de créditos:

Son dos las razones por las cuales a la empresa puede interesarle acudir al mercado internacional en lugar de al mercado doméstico:

1. Compensar una posición neta de cuentas a cobrar en divisas. Por ejemplo, una empresa de Reino Unido posee cuentas a cobrar en dólares y necesita libras esterlinas



por liquidez. Pide un crédito en dólares y lo convierte a libras para satisfacer sus necesidades de liquidez. Posteriormente, usará sus cobros en dólares para devolver el préstamo, así, reduce el riesgo de exposición a fluctuaciones de tipo de cambio. Esta estrategia es especialmente atractiva si los tipos de interés de la divisa son bajos y la moneda no se aprecia.

2. Reducir costes. A una empresa le interesará tomar un préstamo en divisas cuando los intereses sean más bajos y la moneda sea estable.

La decisión de pedir prestado en una moneda u otra dependerá fundamentalmente de dos factores:

- Expectativas de tipo de cambio. Al contratar un préstamo en moneda extranjera se deben realizar dos operaciones de cambio de divisas: cuando recibe los fondos y los cambia a moneda local y cuando debe devolver el préstamo en la moneda extranjera. Si la moneda del préstamo se ha apreciado, el préstamo se habrá encarecido. Si la moneda del préstamo se deprecia, el préstamo se habrá abaratado e incluso podría compensar el pago del interés.
- Menores tipos de interés. Los países con tipos de interés relativamente bajos suelen tener tasas de inflación relativamente bajas, lo que suele presionar al alza el valor de la moneda y eliminar en parte la ventaja de tipo de interés. Aun así, estas operaciones pueden resultar beneficiosas.

Uno de los instrumentos surgidos para facilitar el creciente comercio internacional son las *eurodivisas* (por ejemplo y la más utilizada, los eurodólares son dólares americanos depositados en una cuenta fuera de E.E.U.U.). La existencia de eurodivisas permite realizar operaciones de inversión y financiación en diversas monedas sin necesidad de operar en distintos países. Así una empresa española puede obtener un préstamo en dólares en España sin necesidad de acudir a E.E.U.U. y someterse a su regulación.

La principal ventaja de las *eurodivisas* es que no están sometidas a la regulación del país emisor de la moneda y, por tanto, los bancos pueden ofrecer intereses más altos en los depósitos e intereses más bajos en los préstamos que en la moneda local.

Instrumentos en el mercado internacional de créditos:

- *Crédito internacional simple*. Crédito concedido en la moneda del prestamista y, por tanto, no se realiza sobre una eurodivisa. Ejemplo, empresa española necesita un crédito en libras y acude a un banco inglés en Reino Unido.
- *Eurocrédito*. Crédito concedido por un banco, de origen nacional o extranjero, nominado en eurodivisas y con un periodo de vencimiento normalmente establecido a medio y

largo plazo. La moneda del crédito debe ser distinta a la del país donde se ubique el prestamista, pero puede coincidir con la del prestatario. El tipo de referencia en los eurocréditos es el LIBOR. La eurodivisa más importante es el dólar, seguido por el euro, el franco suizo, la libra esterlina y el yen.

- *Crédito sindicado*. Se puede syndicar tanto los créditos internacionales simples como los eurocréditos. Frecuentemente, un único banco no puede o no quiere prestar la cantidad total solicitada por una corporación. En este caso, se organiza un **sindicato de bancos**. El crédito sindicado es un crédito a medio o largo plazo que, debido a su volumen, se reparte entre varios bancos (varios prestamistas para un solo prestatario). El banco director (o agente) es el que recibe el mandato del cliente siendo el punto de contacto de la corporación con el sindicato. La ventaja principal de este tipo de préstamo para una empresa es que se puede obtener un mayor volumen de fondos sin tener que negociar banco por banco.
- *Préstamo directo (direct lending)*. En él no hay intermediario entre la empresa y el prestamista, que suele ser una firma de gestión de activos (asset management) o una firma de private equity (capital riesgo). En E.E.U.U. los préstamos directos están muy extendidos y representan el 85% de la deuda apalancada corporativa. En Europa, prestamistas no bancarios conceden alrededor del 20% de los créditos corporativos. Las grandes beneficiarias son las pymes. Las ventajas principales para la empresa son la obtención de fondos en unas condiciones más flexibles y adaptadas a sus necesidades, mayor rapidez en la obtención de fondos y plazos más largos. Los préstamos directos se utilizan para financiar deuda privada, deuda mezzanin (deuda intermedia, de mayor riesgo), deuda distressed (deuda con dificultades emitida por empresas con dificultades financieras) y en operaciones de leveraged buyout (LBO, compra de una empresa mediante un alto grado de apalancamiento).

4.3 Mercado internacional de renta fija

Uno de los fenómenos que ha acompañado a la globalización de los mercados financieros es la desintermediación (búsqueda de fondos directamente en los mercados monetarios y de capitales, en lugar de mediante los tradicionales créditos bancarios).

Es bastante frecuente que la empresa española acuda a los mercados internacionales para emitir bonos (depende de los tipos de interés de cada moneda y de las previsiones de tipo de cambio). La ventaja de unas mejores condiciones fuera del mercado doméstico implica la

exposición al riesgo de tipo de cambio. Para reducir el riesgo de tipo de cambio en la emisión de bonos en moneda extranjera se pueden utilizar las siguientes estrategias:

- *Compensar ingresos en divisas.* Una multinacional española con una filial en Australia necesita financiar una inversión en dicho país. Si emite bonos en dólares australianos podrá pagar la deuda (cupón y nominal) con los flujos de divisas que recibe en concepto de cobro por bienes y servicios. Si el dólar australiano tiene un tipo de interés más bajo que el euro, la empresa estaría disfrutando de una doble ventaja: menor coste de financiación y menor exposición a fluctuaciones del tipo de cambio.
- *Operaciones de forward y futuro.* Cuando un bono en moneda extranjera tiene un interés menor que la moneda nacional, una corporación puede decidir emitir deuda en divisa y cubrir el riesgo de tipo de cambio con una operación en el mercado de forwards o futuros.
- *Intercambio de divisas.* Empresa de Reino Unido quiere emitir bonos en euros porque recibe ingresos en euros con los que puede pagar la deuda, pero dicha empresa no es muy conocida entre los inversores potenciales en euros. Tenemos otra empresa de Alemania que quiere emitir bonos en libras esterlinas y tampoco es muy conocida entre los inversores potenciales en libras esterlinas. Dichas empresas pueden intercambiar sus deudas para reducir su exposición al riesgo de tipo de cambio pagando la deuda (de la otra empresa), con los ingresos obtenidos en moneda extranjera.
- *Préstamos paralelos.* Pueden resultar más beneficiosos que operaciones de forward o futuros. Empresa de Reino Unido con filial en Francia y otra empresa de Francia con filial en Reino Unido. Ambas quieren invertir en sus filiales. Una solución sería que la empresa inglesa le prestara libras a la francesa y ésta euros a la primera.
- *Diversificación de divisas.* Una empresa puede optar por realizar emisiones de bonos en distintas divisas con el fin de diluir posibles apreciaciones de alguna divisa. Para evitar la incursión en más gastos de emisión se ha creado el *currency cocktail bond*, nominado en varias monedas o *cocktail de divisas*.

Dentro del mercado de renta fija podemos distinguir dos tipos de mercado:

- a) **Mercado monetario.** En el que se intercambian instrumentos a corto plazo. Permite el intercambio entre los excedentes de tesorería y las necesidades de financiación a corto plazo. Los bonos más comunes son el *Eurocommercial paper* y las *Euronotas*.
- b) **Mercado de capitales.** Se intercambian instrumentos a medio y largo plazo. Bonos más comunes son los *Bonos internacionales simples* y los *Eurobonos*.

- *Eurocommercial paper (ECP)*. Son bonos no asegurados emitidos a corto plazo normalmente por una gran corporación o entidad pública y dirigidos a grandes inversores. Los prestamistas deciden invertir en función de la reputación del prestatario, ya que la deuda no está garantizada. Cotizan en el mercado secundario. El plazo de vencimiento puede ser desde dos días hasta un año, aunque normalmente no supera los 180 días. El valor nominal de los títulos es superior al de los eurobonos, por lo que el mercado está denominado para grandes inversores.

Ventajas:

- Permite a las empresas una gestión eficiente del fondo de rotación.
Forma más barata de obtener fondos que los créditos o préstamos bancarios y que las euronotas.
- Flexibilidad para fijar vencimientos.

Limitaciones:

- Al no estar asegurados, el emisor no tiene garantía de colocar todos los títulos y obtener los fondos requeridos, provocando incertidumbre.
- El alto valor nominal de los bonos (100.000\$ por título) limita su atractivo a los grandes inversores.
- Euronotas. Eurobonos emitidos a corto plazo asegurados (underwritten) por un banco o sindicato de bancos. El aseguramiento por parte del banco o los bancos consiste en la compra de los bonos que no hayan sido colocados o en la provisión de una línea de crédito al prestatario. Se emiten en vencimientos fijos de uno, tres y seis meses y su valor nominal suele ser de 500.000\$. La colocación suele realizarse a través de una subasta.

Ventajas:

- Puede ser una fuente de financiación a corto plazo más barata que los préstamos o créditos bancarios.
- El emisor tiene la garantía de recibir la totalidad de los fondos requeridos.
- La emisión en forma de subasta contribuye a minimizar los costes de emisión.

Limitaciones:

- Suelen ser más caras que los ECP.
- Los vencimientos fijos suelen otorgar menos flexibilidad que los ECP.
- La subasta implica que el emisor no puede conocer el coste del préstamo hasta la fecha de emisión, provocando incertidumbre.

- Bonos internacionales simples. El emisor es una empresa extranjera que emite bonos en la moneda del país donde se colocan. Ejemplo, empresa española emite bonos en dólares en E.E.U.U. (**bonos yankees**) o bonos en libras en Reino Unido (**bonos bulldog**) o bonos en yenes en Japón (**bonos samurai**). Plazo habitual 12 años.
- Eurobonos. Se emiten en eurodivisa. Ejemplo, empresa española emite bonos en dólares y los coloca en Reino Unido. Plazo habitual 12 años extensible hasta 30 años.

Ambos se emiten siempre a través de un sindicato bancario. El banco director (lead manager o book runner) recibe el mandato del emisor, dirige todos los procesos administrativos, comerciales y documentarios y capta el resto de los bancos que van a asegurar la emisión (underwrittes). Estos títulos no se ofrecen directamente al público. La emisión debe anunciarse públicamente con los datos del beneficiario, moneda de emisión, cuantía, tipo de interés (fijo o variable con base LIBOR más diferencial), vencimiento (puede ser único del total de la emisión -bullet-, por amortización anticipada por parte del prestamista -put- o amortización forzosa decidida por el emisor -call-) y bancos que suscriben y dirigen la operación. Las obligaciones pueden ser convertibles en acciones de la empresa emisora. El valor nominal suele ser de 1.000\$.

Ventajas:

- Mayor poder de absorción de la deuda del mercado extranjero.
- Mayor flexibilidad para adaptar las condiciones a las necesidades de las empresas emisoras.
- Menores intereses a los de las emisiones nacionales (tener en cuenta las fluctuaciones del tipo de cambio).
- Menores costes de emisión unitarios.
- Vencimientos más largos debido a las garantías de la emisión.

4.4 Mercado internacional de renta variable

La creciente competencia derivada de la globalización está en el origen de muchos de los cambios que han tenido lugar:

- Fusiones de Bolsas regionales en mercados de ámbitos geográficos más amplios.
- Los corros en los parqués tradicionales dan paso a las transacciones electrónicas.
- La aparición de mercados alternativos a las bolsas tradicionales.

Estos **cambios** han traído consigo:

- Una mayor facilidad por parte de las empresas para obtener capitales.



- Mayor rapidez, seguridad y transparencia en las transacciones.
- Abaratamiento de los costes de cotización.

Funciones de los mercados de renta variable:

- Proporcionar liquidez a las inversiones en acciones. Cuanto más líquido sea, es decir, cuanto más fácil sea vender y comprar acciones, más fácil será para las empresas financiarse.
- Permitir a los inversores participar en la gestión de las empresas al tener derecho a votar en las juntas generales de accionistas.
- Valorar las acciones negociadas.
- Actuar como barómetro de la economía
- Velar por la transparencia y la seguridad de las transacciones.

Una empresa en busca de financiación a largo plazo puede emitir acciones en los siguientes **mercados internacionales**:

- Mercados tradicionales u organizados: **bolsa de valores**. Mercados secundarios, organizados y centralizados que confieren seguridad jurídica a todas las transacciones que se realizan y facilitan la accesibilidad de todos los participantes.
- **Segundos mercados**. Facilitan a las pymes en crecimiento el acceso a financiación a través del mercado de valores. Tienen requisitos menos exigentes que las Bolsas. Presentan perspectivas de rápido crecimiento y altas rentabilidades, aunque mayor volatilidad. Los inversores de estas empresas exigen transparencia, mecanismos eficientes de creación de precios y un mercado secundario líquido.
- Mercados no organizados o extrabursátiles (**Over the Counter** u **OTC**). Mercados extrabursátiles no centralizados en el que un gran porcentaje de sus acciones no cotizan en las bolsas oficiales. Los agentes actúan como *market makers*, es decir, publican los precios a los que están dispuestos a comprar o vender acciones u otros instrumentos financieros. Los OTC están escasamente regulados y no son tan transparentes como las Bolsas. No existe un órgano de compensación y liquidación que intermedie entre las partes.

Ventajas de la emisión fronteriza de acciones: Emisión de acciones en mercados de otros países.

- Aumento y diversificación de la base de accionistas. Cuando una compañía emite acciones fuera de su país amplía su mercado de inversionistas potenciales. Suele proporcionar una mayor liquidez a la compraventa de sus acciones y un precio más alto.

Puede contribuir también a una mayor estabilidad del precio de la acción y menor volatilidad.

- Mayor visibilidad. Obtendrá mayor cobertura en los medios. Si tiene como objetivo exportar a un determinado mercado, por ejemplo Asia, cotizar en una bolsa asiática le favorecerá comercialmente.
- Facilitar las adquisiciones corporativas en el extranjero. Ya que las acciones emitidas podrían aceptarse como medio de pago.
- Acceso a un mayor mercado de capitales. Una compañía que cotiza en más de un país puede obtener más fondos.

Principales bolsas por capitalización bursátil:

| | Bolsa | Capitalización en millones US\$ | Núm. Cías locales | Núm. Cías extranjeras |
|---------------|--|--|--------------------------|------------------------------|
| EE. UU. | New York Stock Exchange (NYSE) | 18.500 | 1.864 | 501 |
| | NASDAQ | 6.900 | 2.478 | 384 |
| Resto América | BM&FBOVESPA (Brasil) | 650 | 346 | 12 |
| | Bolsa Mexicana de Valores | 420 | 138 | 7 |
| Asia-Pacífico | Japan Exchange Group | 4.800 | 3.515 | 9 |
| | Shanghai Stock Exchange | 3.800 | 1.096 | 0 |
| | Hong Kong Exchanges & Clearing | 3.000 | 1.801 | 93 |
| | Singapore Exchange | 700 | 484 | 284 |
| Europa | London SE Group | 3.700 | 2.134 | 499 |
| | Euronext (formado por las bolsas de París, Bruselas, Ámsterdam, Lisboa-Oporto y el Mercado Internacional de Futuros y Opciones de Londres) | 3.400 | 936 | 122 |
| | Deutsche Boerse | 1.700 | 540 | 62 |

| | | | | |
|--|--|-------|-------|----|
| | SIX Swiss Exchange | 1.400 | 234 | 36 |
| | NASDAQ OMX Nordic Exchange (formado por las bolsas de Finlandia, Dinamarca, Suecia, Islandia, Letonia, Estonia y Lituania) | 1.300 | 797 | 35 |
| | BME España Bolsas y Mercados Españoles | 700 | 3.572 | 27 |
| África, Oriente Medio y Rusia | Johannesburg Stock Exchange | 1.000 | 316 | 68 |
| | Moscow Exchange | 500 | 248 | 3 |
| | Saudi Stock Exchange | 400 | 173 | 0 |

5. Instrumentos de financiación del comercio exterior:

En las exportaciones, una empresa puede necesitar financiación en dos momentos:

- Prefinanciación. Para fabricar la mercancía que se va a exportar.
- Postfinanciación. Si el pago por parte del importador está aplazado, la empresa puede necesitar liquidez para seguir haciendo frente a sus gastos.

En las importaciones, la financiación consiste en la obtención de fondos en la moneda que se haya acordado para pagar al exportador.

Instrumentos de financiación de operaciones de comercio internacional que ofrecen las entidades financieras:

- *Prefinanciación de exportación.* Operación de crédito mediante la cual el banco financia una cantidad determinada a un exportador nacional para cubrir la compra de materiales o los costes de fabricación del producto (financiación siempre ligada a una exportación).
- *Anticipación de exportación (postfinanciación).* Operación de crédito en la que el banco anticipa una cantidad determinada, en euros o cualquier divisa con cotización oficial, a un exportador nacional para que éste pueda cobrar al contado el importe de las ventas con pago aplazado que realizó a un importador extranjero (financiación siempre ligada a una exportación). El banco anticipa el importe una vez la mercancía haya sido expedida.
- *Financiación de importaciones.* Operación de crédito mediante la cual el banco financia el período necesario para la comercialización y cobro del producto importado. El importador solicita financiación por:
 - Carecer de fondos para pagar al contado.



- Obtener mejores precios de compra.

La financiación siempre irá ligada al pago de una importación. El plazo coincidirá con el período necesario para la comercialización y cobro del producto importado (no suelen superar los 90 días). La moneda no tiene por qué coincidir con la divisa en que esté cifrada la operación de importación.

- *Factoring de exportación.* Modalidad financiera por la que una empresa cede a una compañía de factoring los derechos de cobro de toda o parte de su facturación a corto plazo. Se obtiene cobertura del riesgo comercial, financiación de las ventas y gestión del cobro.
- *Forfaiting.* Operación parecida al factoring, pero se utiliza normalmente para transacciones de mayor importe y a medio/largo plazo, pudiéndose syndicar.
- *Leasing de importación.* Fórmula de financiación que permite dispone a empresas y profesionales de equipos productivos adquiridos en el extranjero destinados al desarrollo de su actividad y utilizarlos por un plazo determinado de tiempo. Al finalizar el plazo el cliente tiene una opción de compra sobre el bien.

6. Riesgos en las finanzas internacionales:

Riesgos de tipo de cambio:

- *Riesgo de transacción.* Grado en el que futuros flujos de dinero se ven afectados por el tipo de cambio. El valor de los flujos de dinero en diferentes divisas se verá afectado por los tipos de cambio respectivos cuando se conviertan a la moneda local. Aparece cuando se compra o vende bienes o servicios con precios en divisas, se solicita un préstamo en divisas... No es raro que los tipos de cambio fluctúen hasta en un 10% en el plazo de un año. Si un exportador cobra en una divisa que se deprecia un 10% el valor de sus ingresos disminuye un 10%. El riesgo de transacción se cubre acudiendo fundamentalmente a los mercados de futuros, forwards, opciones, swaps y mercado monetario.
- *Riesgo económico/operativo.* Debido a las fluctuaciones previstas en los flujos de caja ocasionadas por las variaciones inesperadas de los tipos de cambio. Es el término general para los efectos financieros de los tipos de cambio e “influye” el riesgo de transacción y cualquier efecto indirecto sobre los ingresos y gastos de una empresa. Ejemplo, empresa española vende software a empresas del Reino Unido, facturando en el precio del software a las empresas del Reino Unido. Por esta razón, algunas de estas empresas han

empezado a comprar software en el Reino Unido y las ventas de la empresa española han caído.

Técnicas de cobertura del riesgo económico.

- Diversificación de clientes, centros productivos, proveedores, etc.
 - Adelantar y retrasar los pagos (*leads and lags*). Con monedas fuertes, se retrasan los cobros y se adelantan los pagos. Con monedas débiles, se adelantarán los cobros y se retrasarán los pagos.
 - Obtener flujos de entrada y de salida en la misma divisa que se compensen y así reducir el riesgo de tipo de cambio.
- *Riesgo de traslación o contable*. Típica de las multinacionales y surge cuando se consolidan los estados financieros de la matriz y las filiales, que mantienen sus contabilidades en monedas diferentes. El método de cobertura más habitual en caso de filiales independientes es el del “tipo de cambio actual”.
 - Activos y pasivos se valoran al tipo de cambio vigente en la fecha del balance.
 - Capital y reservas se valoran a los tipos de cambio históricos correspondientes.
 - Partidas de las cuentas de resultados se valoran a los tipos de cambio históricos correspondientes o a un tipo promedio ponderado.
 - La diferencia por conversión se lleva directamente a una cuenta de reservas.
 - *Riesgo de transferencia*. Capacidad de un deudor para hacer frente a sus obligaciones de pago en divisas frente a acreedores externos por no disponer el país de divisas suficientes o por dificultades para transferir la divisa al exterior.
 - *Riesgo país*. Impacto negativo que potencialmente pueden tener las circunstancias de un país sobre las inversiones en dicho país. El riesgo país consta de los siguientes elementos:
 - Riesgos políticos.
 - Actitud de los consumidores locales. Un riesgo político moderado es la tendencia de los consumidores a comprar solo productos nacionales o locales.
 - Actos del gobierno. Son numerosas las actuaciones de los gobiernos que pueden impactar negativamente en los flujos de capital de una multinacional: expropiaciones, nacionalizaciones, aranceles, reformas fiscales, etc.
 - Burocracia. La excesiva burocracia puede resultar disuasoria a la hora de invertir o establecer una filial en otro país.
 - Corrupción. La corrupción puede encarecer significativamente el coste de operar en un país. Implica abuso de un poder otorgado en beneficio propio.



- Conflictos sociales. Los conflictos étnicos, religiosos o culturales de un país son una fuente de riesgos para una empresa con intereses en dicho país, ya que desestabilizan la economía.
- Guerra y terrorismo. Se incluyen las revoluciones, los golpes de estado y cualquier forma violenta de acceder al poder. Incluso el mero cambio democrático y pacífico de gobierno puede implicar cambios en las políticas económicas de un país.
- Riesgos económicos.

Para medir el posible impacto de los riesgos económicos se tienen en cuenta: crecimiento del PIB, inflación, presupuestos, déficit del estado...

 - Situación actual de la economía.
 - Perspectivas de crecimiento económico.
- Riesgos naturales.

Las catástrofes naturales, si bien son imprevisibles, suelen incidir con más frecuencia en determinados territorios. La decisión de ubicación de plantas industriales debe tener este riesgo en cuenta.

Una herramienta muy útil para valorar el riesgo país es el *índice de Euromoney* (Euromoney Country Risk), que analiza el riesgo de 186 naciones. La herramienta asigna colores a cada nivel de riesgo, donde el color verde claro representa mínimo riesgo y el rojo, máximo riesgo. Este modelo tiene sus limitaciones, que no evalúa el riesgo desde la perspectiva de una empresa concreta, por ejemplo, es necesario valorar en qué medida el riesgo país general se aplica a una empresa específica.

