

LOS MERCADOS TANTO DE DINERO COMO DE CAPITAL, DESDE EL PUNTO DE VISTA INTERNACIONAL

Como hemos visto, el Mercado de Dinero es el mercado financiero donde se negocian los instrumentos de deuda a corto plazo, es decir, a un plazo menor a un año, y los instrumentos financieros que se manejan en este mercado se caracterizan por tener una alta liquidez y un bajo riesgo.

Por otra parte, en el Mercado de Capitales se negocian instrumentos de Deuda a largo plazo y acciones.

BANCA INTERNACIONAL

Los grandes Bancos son por lo general internacionales y operan en varios centros financieros y proporcionan servicios para sus clientes corporativos. Los principales Bancos se localizan en Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Alemania.

¿Cómo se mide el tamaño de un Banco Internacional?

El tamaño de un Banco se mide por su Capital Contable y el valor de los activos financieros que manejan en su cartera.

¿Qué características tienen los Bancos Internacionales?

- **Una de sus características es que facilitan el financiamiento del comercio internacional, además de facilitar también la inversión extranjera y diversas operaciones transfronterizas.**

Mercado de Valores

- Proporcionan instrumentos en coberturas de riesgo cambiario a través de contratos de forward y swap con más de 100 bancos internacionales que constituyen el Mercado en el FOREX.
- También ayudan a las grandes corporaciones para obtener fondos mediante la emisión de valores y préstamos, además de proporcionar consultoría en administración de riesgos financieros, coberturas y administración internacional de dinero en efectivo, además de proporcionar otro tipo de servicios.

Entre los Bancos más conocidos están Citigroup (Banamex en México), Mizuho en Japón, HSBC del Reino Unido, Bank of America y J.P. Morgan Chase de EUA.

| RANGO | BANCO | PAÍS | CAPITAL CONTABLE (MMD) | ACTIVOS FINANCIEROS (MMD) |
|--------------|------------------|------------------------|---------------------------------------|--|
| 1 | Citigroup | EUA | 98.0 | 1,264.0 |
| 2 | Mizuho | Japón | 56.6 | 1,286.5 |
| 3 | HSBC | Reino Unido | 52.5 | 695.9 |
| 4 | Bank of | EUA | 47.9 | 736.4 |

Mercado de Valores

| | | | | |
|----------|----------------------------|------------|-------------|--------------|
| | America | | | |
| 5 | JP Morgan Chase | EUA | 46.1 | 770.9 |

Usted se preguntará qué ventajas tienen este tipo de bancos internacionales sobre los bancos que tan solo son solo locales. Las ventajas son las siguientes:

- **Economías de Escala.** La centralización de las funciones de administración y marketing reduce los costos fijos unitarios. El mantenimiento de las sucursales o filiales extranjeras y saldos en moneda extranjera les permite bajar los costos de transacción y reducir el riesgo cambiario.
- **Mayor conocimiento.** Las sucursales extranjeras utilizan los conocimientos y experiencia de sus oficinas centrales y a cambio proporcionan información detallada sobre las condiciones de negocios en los países donde operan. Por eso es que Banamex y Bancomer está felices “operando” en México.
- **Prestigio y marca.** El reconocimiento del nombre de un banco a nivel mundial, llama la atención a los clientes que buscan peritaje, seguridad y liquidez.

Mercado de Valores

- **Ventaja en reglamentación.** Una institución financiera con varias filiales tienen oportunidad de transferir ciertas actividades de operación a otros países que ofrecen en su marco legal, fiscal, y regulatorio un panorama mucho más favorable en el propio país de oficinas de Headquarters.
- **Menor variabilidad de las utilidades y mayor potencial de crecimiento.** Un banco internacional promueve la expansión de filiales en países que en un momento determinado tengan un mayor potencial. Además, puede compensar las bajas utilidades de unos países con las altas utilidades de otros.

Un banco que dentro de su planeación estratégica desea operar a nivel internacional, tiene varias opciones:

- **Un banco corresponsal.** Es una opción menos costosa, que consiste en establecer un vínculo con una institución financiera de otro país en un centro financiero importante para llevar a cabo actividades mutuas de corresponsalía. Los depósitos en las cuentas con los bancos corresponsales son indispensables para poder participar en el mercado de moneda extranjera.
- **Una oficina representativa.** Esta oficina sirve para ayudar a los clientes corporativos del banco pariente en otro país.

Mercado de Valores

- **Una sucursal extranjera.** Esta sucursal opera con un banco local, pero es parte del banco pariente en el extranjero. Una sucursal está sujeta a las leyes tanto del país de origen, como del país huésped. Las sucursales proporcionan un abanico de servicios mucho más amplio que las oficinas representativas y pueden competir con los bancos locales.
- **Una filial extranjera.** Es un banco local cuyo dueño es el banco pariente extranjero. La filial está sujeta a la legislación del país de residencia. Tiene derecho a suscribir valores que se colocan en el mercado local.

Algunos países pequeños, con el objeto de atraer a bancos internacionales, ofrecen concesiones en materia fiscal. Las instituciones que aprovechan estas condiciones se denominan *Offshore Banking Centers* Las más conocidas ubican en Bahamas, Islas Caimán, Bahrein y Panamá (¿le parece a usted familiar la relación de estos lugares con el lavado de dinero y evasión fiscal?)

A esos lugares se desconoce como paraísos fiscales y muchas personas los asocian sin lugar a dudas al crimen organizado y aún más, los relacionan con el terrorismo internacional. Se dice en el medio que algún ex presidente utilizó estos lugares para evitar ser detectado su capital mal habido utilizando además transferencias electrónicas *fast track* indetectables en todo el mundo.

Los *Offshore Banking Centers* entonces, tienen muy mala reputación porque se les utiliza para fines de evasión fiscal y lavado de dinero del crimen organizado.

Los *Offshore Banking Centers* establecidos en Hong Kong y Singapur son ahora grandes centros **financieros internacionales que compiten con Londres y Nueva York.**

Mercado de Valores

Un caso mexicano, el Sr. Zambrano CEO de CEMEX, solicitó hace algún tiempo un préstamo internacional de varios millones de dólares a Citigroup y Goldman-Sachs, que es el líder del mayor sindicato de bancos internacionales. Ha sido el mayor préstamo para una empresa mexicana en la historia.

La razón de dicho préstamo fue para la adquisición de una cementera británica denominada RMC, operación que fue de conocimiento público. La compra, al realizarse convertiría a CEMEX en la tercera empresa más grande en su ramo del mundo.

Cementos Mexicanos tiene por costumbre pedir prestado en dólares, euros, libras y pesos mexicanos a través sus subsidiarias en España, Holanda y México. Los plazos varían de uno a tres años y la sobretasa varía de 62.5 puntos base para Cemex-México a 92.5 para Cemex-Holanda. Además Cemex pagó cientos de millones de dólares como honorarios a los bancos que autorizaron el préstamo, o sea a Bloomberg.

PERSPECTIVA DEL MERCADO INTERNACIONAL DE DINERO

Al mercado internacional de dinero se le conoce como el mercado de euromonedas.

EUROMONEDA. Desde antes de la introducción del Euro, la unidad monetaria de la Unión Europea en 1999, el prefijo Euro se prestaba a malentendidos. Los Eurodólares eran depósitos en dólares en los bancos de Asia o en las Islas del Caribe y no tenían nada que ver con Europa. La confusión ahora se hace más grande ya que para muchas personas las euromonedas se asocian con el Euro.

Mercado de Valores

La euromoneda es un depósito a plazo en un banco internacional ubicado fuera del país de la moneda. El eurodólar, por ejemplo, es un depósito en dólares en un banco ubicado fuera de los EUA. El euroyén es un depósito en yenes en una institución que no está ubicada en Japón. Un banco que acepta las euromonedas es un eurobanco, no importando en qué país esté ubicado.

El mercado de las euromonedas no está sujeto a los reglamentos que rigen el sistema bancario local o doméstico, lo que disminuye el costo del fondeo de dinero. De hecho es un **mercado interbancario**. Los depósitos y préstamos son múltiples de un millón de dólares. La tasa de interés que cobran los grandes bancos por préstamos interbancarios de primera clase en euromonedas se llama **LIBOR** que es el *London Interbank Offered Rate*, y la que ofrecen por depósitos es la *London Interbank Bid Rate*. Las tasas LIBOR a diferentes plazos en las monedas principales son las tasas de referencia en el mercado internacional de dinero. También son la base para actualizar el rendimiento o intereses de los Bonos a tasa flotante (*Floating Rate*).

En la zona euro, la tasa que conocemos como interbancaria se le llama *Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR)*. Esta es la tasa de referencia que se utiliza para los préstamos en EUROS que publica la *European Banking Federation*. Aún más, existe otra tasa importante de referencia en euros que es la *EONIA (Euro Overnight Index Average)*, cuyo valor diario se da a conocer por el Banco Central Europeo ECB (*ECB – European Central Bank*).

Los instrumentos financieros considerados como los más populares en el mercado de dinero internacional son los **Depósitos a Plazo Fijo** y los **Certificados de Depósito Negociables (NCD Negociable Certificates Deposits)**.

Mercado de Valores

Sus plazos estándar son múltiplos de un mes y si se hace un retiro de dinero antes del vencimiento de un depósito a plazo genera una penalización. En cambio los **NCD** (**NCD *Negociable Certificates Deposits***) pueden convertirse en efectivo en el mercado secundario en cualquier momento. La liquidez de este mercado se mide en trillones (billones para nosotros en México) de dólares y rebasa por mucho al PIB anual de los EUA.

Por otra parte los Eurocréditos son préstamos que los eurobancos otorgan a:

- **Empresas de gran tamaño.**
- **Gobiernos.**
- **Bancos pequeños y**
- **Organizaciones Internacionales.**

Los préstamos están denominados en moneda distinta a la del eurobanco. En los casos de préstamos grandes, varios eurobancos unen sus esfuerzos financieros y se **conglomeran en un sindicato para prestar el dinero y así compartir el riesgo**. La tasa de interés se expresa como la tasa LIBOR más **puntos base (pb)**, de acuerdo con la calidad crediticia del solicitante de crédito o deudor. Son créditos a corto plazo, entre 3 y 6 meses, que a su vencimiento pueden extenderse al siguiente periodo con una tasa Libor actualizada. La tasa de interés que se cobra sobre los eurocréditos es en promedio 3 puntos porcentuales por encima de la tasa que se ofrece por los eurodepósitos.

Mercado de Valores

Este margen del 3%, cubre los costos de operación, de riesgo crediticio y la utilidad del banco. Aún así, el costo del crédito en eurodólares es menor que la tasa preferencial PRIME (Prime Rate) de los EUA. Esto nos explica porque las empresas grandes se financian preferentemente en los mercados de eurodólares en vez de los mercados domésticos.

FORWARD RATE AGREEMENT

Los eurobancos que aceptan depósitos y otorgan créditos, están expuestos al riesgo de tasa de interés, si los plazos tanto de los depósitos como créditos son diferentes. Si el plazo de los pasivos, o sea de los depósitos, es mayor que el plazo de los activos, o sea de los préstamos, y la tasa de interés disminuye, el banco sigue pagando una tasa alta sobre los depósitos, mientras que la tasa sobre los créditos se ajusta a la baja. En este caso el banco podría tener una pérdida muy alta, que difícilmente puede ser compensada por el spread entre las tasas activas y las tasas pasivas.

Para cubrir el posible riesgo de la tasa de interés que enfrentan los bancos, se desarrolló un mercado de contratos *forward* de la tasa de interés (*Forward Rate Agreement* o FRA). Este mercado es casi tan grande como el de los swaps.

Si las tasas de interés se reducen por debajo de la tasa acordada, el comprador del FRA debe pagar al vendedor la diferencia entre la tasa vigente en el mercado y la tasa acordada multiplicada por el principal y/o capital. Si la tasa del mercado sobre por encima de la tasa acordada, el vendedor del FRA paga al comprador el incremento del costo de interés.

Mercado de Valores

Un contrato FRA estipula **dos** tipos de plazos. El primer plazo nos dice **cuando entra en vigor el acuerdo**, y el segundo plazo, nos **indica cuánto tiempo va a durar**. Un contrato FRA, 3 contra 6, quiere decir que en tres meses se comparará la tasa de mercado a seis meses contra la tasa acordada y una de las partes pagará la diferencia un la tasa de mercado de tres meses se le conoce como tasa de liquidación TL.

Caso práctico 1

Un banco otorga un préstamo a seis meses a tasa Libor +150 pb por 10 millones de dólares. Al mismo tiempo recibe un depósito por la misma cantidad a un año al 4.5%. La institución bancaria corre el riesgo de que en seis meses la tasa de interés baje y al ser renovado el préstamo, el interés sea insuficiente para pagar la tasa sobre el depósito. La tasa forward a 6 meses, transcurridos dichos seis meses es del 6%. Esta sería la tasa acordada TA. La tasa de liquidación de TL será la Libor a seis meses, es por tanto, precisamente dentro de seis meses.

Para poder cubrir su riesgo, el banco vende un FRA *forward rate agreement* seis contra seis. Si dentro de seis meses la TL es menor del 6%, el banco recibirá la diferencia. En caso contrario, pagará la diferencia.

Mercado de Valores

SOLUCIÓN

Al analizar el problema, observamos que dentro de seis meses existen tres probabilidades:

1) $TL = 6.25\% > TA = 6.0\% \Rightarrow$ El banco paga el valor presente de $\$12,500 = 0.0025 \times \frac{1}{2} \times 10,000,000$

2) $TL = TA \Rightarrow$ El banco no recibe, ni para nada.

Su ganancia es igual a la esperada

3) $TL = 5.70\% > TA = 6.0\% \Rightarrow$ El banco recibe el valor presente de:

$\$15,000 = 0.003 \times \frac{1}{2} \times 10,000,000$

De esta manera, independientemente del nivel de las tasas de interés están vigentes dentro de seis meses, el banco tiene garantizada una ganancia de 1.5% durante todo el año.

La fórmula para calcular el Pago en un contrato FRA es:

Principal x (TI - TA) x n/360

$1 + \left(TL - n/360 \right)$

De donde:

Mercado de Valores

TL = Tasa de Liquidación

TA = Tasa acordada que por lo general es la tasa forward

n = número de día desde el día de la liquidación hasta el día final.

En la práctica, los bancos no cubren cada una de sus posiciones en forma separada. El banco no está expuesto al riesgo de las tasas de interés ni la duración de sus activos es igual a la duración de sus pasivos. En este caso se dice que su portafolio está inmunizado contra el riesgo de las tasas de interés. Periódicamente el banco calcula la duración de sus activos y de sus pasivos, y si no fueran iguales, compra o vende los FRA en cantidad suficiente para asegurar la igualdad.

Dado que con el paso del tiempo la duración de los activos y pasivos cambia a diferente ritmo, la inmunización tiene que actualizarse periódicamente un el proceso continuo de de balancear los portafolios con el fin de mantener su inmunidad, generan la demanda y la oferta del FRA.

Los FRA también pueden usarse para fines de especulación. Si uno considera, que por ejemplo, las tasas de interés van a subir más allá de las expectativas del mercado, puede vender un FRA.

EURONOTAS

Las euronotas son instrumentos de deuda a corto plazo para clientes corporativos, respaldados por uno o varios de unos bancos. El cliente tiene derecho de emitir las notas a su propio nombre durante varios años. Las notas se venden con descuento a plazos de tres o seis meses y a su vencimiento pagan el valor nominal. Normalmente la sobretasa de las euronotas sobre la tasa Libor es **menor que la sobretasa de los préstamos sindicados.**

Caso práctico 2

General Motors emite una euronota de 10 millones de dólares a seis meses. La tasa de rendimiento es Libor + 50 pb. (50pb=0.05%) Al momento de la emisión la tasa Libor a 6 meses es de 3.5%

¿Qué precio pagará un fondo de inversión por esa euronota?

SOLUCIÓN

El plazo de la nota convertido a días es de 182 días. La tasa de interés anual es del 4%, que se desglosa como 3.5%+0.05%. El precio de la nota es el valor presente del valor nominal.

Mercado de Valores

$$\text{Precio} = \frac{\text{Valor nominal}}{1 + r \times \left(\frac{n}{360} \right)} = \frac{10,000,000}{1 + 0.04 \times \left(\frac{182}{360} \right)} = \$9,801,786.10$$

El precio que paga el inversionista es de 9,801,786.10 Por lo tanto GMC recibirá esta cantidad menos los honorarios que le cobre el banco suscriptor.

EUROPAPEL COMERCIAL

Al igual que el papel comercial doméstico, el europapel comercial (*Eurocommercial Paper*), es la deuda no garantizada a corto plazo de las grandes empresas. El papel financiero en comentario se vende con un descuento del valor nominal y los plazos por lo general van de un mes a seis meses. La mayor parte de estos instrumentos financieros se denominan en dólares. En comparación con el papel comercial de USA, los plazos tradicionales son más largos y el rendimiento más alto, puesto que la calidad crediticia de los deudores es menor.

CRISIS INTERNACIONAL DE LA DEUDA

Diariamente escuchamos comentarios sobre los pasivos del gobierno griego y de cómo afectaría a la unión europea, a Norteamérica y por supuesto a México. De hecho, el 3 septiembre 2011, el gobernador del banco de México anunció la posibilidad del incremento de las tasas de interés debido a este hecho.

En 1982, México anunció su moratoria de deuda externa por 68,000 millones de dólares con más de 100 grandes bancos y les pidió una renegociación de dicha deuda. En poco tiempo Brasil,

Mercado de Valores

Argentina y otros países conocidos como emergentes siguieron los pasos de México. Así fue como estalló la crisis de la deuda. El tercer mundo en su conjunto debía más de 1 billón de dólares.

Al principio parecía que muchos bancos iban a quebrar. Las frecuentes renegociaciones no resolvían el problema; sólo aplazaba lo que parecía inevitable. Los bancos acreedores estaban renuentes a otorgar quitas al principal, reducir los intereses o bien otorgar nuevos créditos. Simplemente se concretaban a conceder nuevos plazos y sumaban los intereses pendientes al principal, aumentando todavía más el monto de la deuda. Las renegociaciones les daban tiempo los bancos para acumular reservas contra posibles pérdidas. Al mismo tiempo, la falta de acceso de los países emergentes a los mercados internacionales de capital y la incertidumbre relacionada con la deuda pendiente frenaban su desarrollo. En América Latina la década de 1980 se le conoce como la década perdida. El estancamiento de los países en vías de desarrollo aumentado su pobreza y deterioraba el clima político. Además, los países industrializados perdían importantes mercados para sus exportaciones y sus bancos no podían funcionar normalmente. Poco a poco, surgió la voluntad política para resolver la crisis.

Primero se renegó la deuda con los gobiernos de los países acreedores, miembros del Club de París. En la mayoría de los casos las condiciones eran concesionarias y los miembros del Club de París absorbieron en algunos casos quitas importantes. La crisis de la deuda con los bancos privados se resolvió en varias etapas. El primer paso decisivo en este proceso fue la renegociación definitiva de la deuda por parte de México en 1989 un el secretario del tesoro de los Estados Unidos, Nicholas Brady, diseñó una solución que aceptaron México y los bancos acreedores. Brady ofreció a estos una de las siguientes tres opciones:

Mercado de Valores

- 1. Reducir en principal al 65% de su valor nominal. Lo que equivalía a una quita del 35%.**
- 2. Reducir el interés sobre la deuda al 6.5% anual, aumentando su plazo a 25 o 30 años, con el principal garantizado por el propio tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica.**
- 3. Otorgar nuevos créditos a los deudores para que con el dinero fresco pudieran reactivar sus economías y seguir cubriendo el servicio de la deuda, o sea los intereses.**

La mayoría de los bancos aceptó la segunda propuesta, y a los bonos que surgieron de su aplicación se les llamó bonos Brady. Para 1992, los deudores más grandes refinanciaron el 92% de sus deudas pendientes con los bancos privados. Más de 100mmd de la deuda bancaria se convirtió a bonos Brady.

Los bonos Brady permitían a los acreedores convertir activos no negociables, que no producían nada, instrumentos negociables y líquidos que si producían un flujo periódico defectivo y tenían el principal garantizado.

A los países deudores, la solución del Brady le reducía efectivamente el monto de la deuda y prolongaba su plazo un además, estos países recuperaban el acceso a los mercados internacionales de capital, lo que era imprescindible para la reactivación de sus economías.

Mercado de Valores

Otro instrumento para reducir la deuda eran los intercambios de deuda por activos DEBT FOR EQUITY SWAPS. Esta solución de instrumentar los bancos centrales de los países deudores.

Una empresa trasnacional que desean invertir en un país deudor, compraba la deuda de ese país en el mercado secundario con descuento y la presentaba al banco central, quien le pagaba un equivalente en moneda nacional con un descuento sobre el valor nominal de la deuda. La empresa trasnacional invertía esa cantidad en el país deudor en proyectos previamente aprobados por el gobierno. Se aceptarán sólo proyectos prioritarios: exportación, alta tecnología, turismo y vivienda de interés social.

Los intercambios de deuda por activos beneficiaban a todas las partes involucradas, debido a que:

- El banco acreedor reducía sus activos no productivos y recuperado una parte del principal.**
- La empresa trasnacional financiaba la adquisición de activos físicos en un país deudor a un costo rebajado.**
- El país deudor reducía su deuda en dólares sin la necesidad de utilizar sus escasas reservas de moneda extranjera. Además, ha fomentado el crecimiento económico, la generación de empleos y el aumento de las exportaciones.**
- El único inconveniente era la impresión adicional de su propia moneda, es decir emisión de moneda local, que podía tener un impacto inflacionario como se sabe. Éste factor limitaba a los debt for equity swaps sólo proyectos bien seleccionados.**

Mercado de Valores

Un ejemplo de Debt for Equity Swaps podemos observarlo cuando en 1990 Chrysler modernizó su planta de Toluca, para poder exportar al mercado norteamericano una vez que entrara en vigor el TLC. El tipo de cambio era de 2.85 pesos por dólar. El costo del proyecto se estimó en 600 millones de pesos. El gobierno mexicano aceptó el proyecto por ubicarse en un rubro prioritario de empresas exportadoras.

Banxico ofreció pagar en pesos el 80% del valor nominal de la deuda mexicana en dólares. Dicha deuda mexicana en el mercado secundario se vendió a 45 centavos por dólar.

Chrysler compró 270 millones de dólares de deuda mexicana, pagando al banco acreedor \$121,500,000 dólares = $0.45 \times 270,000 \times 2.85$, cantidad que invirtió en su proyecto. Entregó los papeles de deuda a Banxico y recibió 615,600,00 mn = $0.8 \times 270,000 \times 2.85$, cantidad que pudo invertir en su proyecto. Por lo tanto, el proyecto costó sólo el 56.25% de su valor de mercado ($121,500,000 \times 2.85 / 615,600,000 = 0.5625 \times 100 = 56.25\%$)

Chrysler compró muy baratos sus activos en México. En aquel entonces, sin embargo los países deudores estaban desesperados por reducir su deuda sin gastar las reservas y también por atraer más inversión extranjera a los sectores prioritarios.

LA CRISIS ASIÁTICA

La crisis de la deuda del tercer mundo en la década de los ochentas fue una crisis de la deuda soberana. Los bancos internacionales, ansiosos de reciclar los petrodólares, abundantes en la década de los setentas, prestaban grandes cantidades de dinero a los gobiernos de los países en vías de desarrollo, tales como Brasil, Argentina y por supuesto México. La consigna era: un país

Mercado de Valores

no puede quebrar. La realidad desmintió ese tipo de reglas prácticas y puso de relieve la necesidad de evaluar correctamente el riesgo de crédito, incluyendo el riesgo político. Parecía que los bancos aprendieron bien la lección.

Sin embargo, en 1997 la devaluación del *baht* en Tailandia inició una crisis que demostró que los bancos internacionales no aprendieron a valorar el riesgo. Los más afectados resultaron los bancos japoneses, pero también los estadounidenses y europeos sufrieron importantes pérdidas.

El mecanismo de la crisis fue muy simple. Su combustible era la avaricia y el mal juicio. Un banco tailandés pidió prestado en yenes a una tasa del 4% y otorgó créditos al 14% en *bahts*. Dado que el tipo de cambio fijo, pareció que no habría ningún riesgo cambiario y el banco obtuvo una ganancia segura del 10%. El negocio es tan bueno que había que aplicarlo en la mayoría de los países, a la más alta escala posible.

La disponibilidad del crédito abundante y barato aumentó los precios de los bienes raíces más allá de lo justificado por los fundamentos económicos. En muy poco tiempo la burbuja en los bienes raíces se extendió a los mercados accionarios. Todo el mundo se volvió rico pidiendo prestado a una tasa relativamente baja e invirtiendo en activos cuyos precios estaban subiendo, aparentemente sin ningún techo, sin ningún límite.

Cuando el *baht* se devaluó, las burbujas especulativas en diferentes mercados estallaron una tras otra y los precios de los activos bajaron drásticamente. Mientras que el valor de los activos en *bahts* bajó, el valor de los pasivos creció a consecuencia de la devaluación. Muchas empresas y bancos locales declararon moratoria sobre sus deudas y el gobierno no tuvo la capacidad, ni

Mercado de Valores

tampoco la voluntad de rescatar a todos. Los bancos acreedores en moneda fuerte se vieron obligados a reconocer que los créditos vencidos no serían pagados en su totalidad y absorbieron enormes pérdidas.

Esta historia de Tailandia se repite con algunas variantes en otros países del sudeste asiático. Según la sabiduría popular que los bancos internacionales creyeron, los gobiernos de los países asiáticos no iban a permitir una quiebra de sus empresas importantes. Nuevamente se volvieron equivocar.

Tanto en el caso de los préstamos a los gobiernos soberanos, como en el de los préstamos a los bancos y las empresas locales, los bancos internacionales demostraron que no tenían la capacidad de evaluar correctamente el riesgo del crédito.

MERCADO INTERNACIONAL DE BONOS

Un bono es un instrumento financiero de deuda a largo plazo. El mercado internacional de bonos es muy grande. En el año 2004, el valor nominal de los bonos en circulación fue de 40 billones de dólares. La mayoría de los bonos son domésticos, esto es, denominados en moneda nacional y negociados en los mercados nacionales. Los demás, son bonos internacionales, que se dividen en dos categorías: bonos extranjeros y eurobonos.

Los bonos extranjeros *Foreign Bonds*, provienen de un emisor extranjero, y son denominados en moneda nacional y vendidos a los inversionistas nacionales. Un bono de una empresa mexicana denominado en yenes que se vende en Japón a los inversionistas japoneses, es un

Mercado de Valores

ejemplo de un bono extranjero. Estos bonos se identifican por el país donde se venden. Un bono de una empresa mexicana denominado en yenes, que se vende en Japón, se llama bono samurai. Un bono de una empresa japonesa denominado en dólares, que se vende en Estados Unidos, se llama Bono Yanqui. Un bono de una empresa alemana denominado en libras esterlinas, que se venden la Gran Bretaña se llama Bono *Bulldog*.

Los eurobonos se denominan en cierta moneda y se venden a los inversionistas de un país de otra moneda. Un bono de una empresa mexicana denominada en dólares, se ven en Japón, es un ejemplo de eurobonos. Los eurobonos superan a los bonos extranjeros en una relación de cuatro a uno (4:1). Los eurobonos identifican por su manera de denominación, por ejemplo, eurobonos en dólares, eurobonos en yenes, etc.

Todos estos bonos (domésticos, extranjeros y eurobonos) funcionan en paralelo y compiten entre sí. Un portafolio de bonos internacionales bien diversificado contiene bonos de todo tipo, emitidos por varios países y denominados en las principales monedas.

Los bonos domésticos y los bonos extranjeros son registrados. Este registro significa que el emisor registra el nombre del actual dueño y cada nuevo dueño recibe un nuevo certificado del bono. Uno de los objetivos de este registro es evitar la evasión fiscal. Ambos tipos de bonos están sujetos a los reglamentos de la Comisión de valores del país de emisión. El proceso de registro es costoso, tarda tiempo y requiere divulgación de aspectos informativos sobre la empresa. Desde luego, todo esto aumenta el costo de la emisión.

Mercado de Valores

En cambio, los eurobonos son al portador. El emisor no mantiene el registro de quienes el actual dueño. Esto es muy conveniente para aquellos inversionistas que no desean pagar impuestos. Por eso ofrecen un rendimiento menor que los bonos domésticos y extranjeros, y están libres de controles a que se sujetan estos últimos. Su colocación en el mercado es más rápida y cuesta menos. No es de extrañar que las empresas grandes con nombre reconocido prefieran los eurobonos a los bonos extranjeros y domésticos. Sin embargo, las empresas pequeñas o desconocidas no tienen acceso al mercado de eurobonos, puesto que en ausencia de reglamentación, los inversionistas sólo compran el papel de empresas reconocidas.

Por otra parte, un bono global es un instrumento de deuda emitido por empresas grandes que se coloca simultáneamente en América, Europa y Asia. El bono global reduce el costo de capital para el emisor. Los emisores pueden ser empresas grandes o gobiernos de los países soberanos.

Bono Global del Gobierno Mexicano.

En marzo del 2003 el banco Citibank y JP Morgan suscribieron una emisión del bono global para el gobierno mexicano. El bono fue a 10 años y cada año el gobierno mexicano tiene la opción de reabrirlo. La última emisión por 1000 millones de dólares efectuó en enero del año 2005. El bono pagará una tasa cupón de 6.625%, lo que equivale a un interés anual de 66.5 millones de dólares. El bono se vendió, prima a un precio de 107.03 por cada \$100 de valor nominal. Esto implica el rendimiento al vencimiento del 5.69% para el inversionista y una sobretasa de 145 pb respecto de los bonos del tesoro estadounidense BTE. Es el costo de capital más bajo jamás

Mercado de Valores

logrado por el gobierno mexicano. El bono alcanzó un monto total en circulación de 2 millones de dólares.

El primer bono global mexicano de 1000 millones de dólares se emitió en enero de 1997, con una sobretasa de 335 puntos base sobre el BTN. Estos bonos se colocan entre inversionistas institucionales de los Estados Unidos, aún cuando también hay interés por ellos en Europa y América Latina. El valor de los bonos en circulación es de 11.5 mil millones de dólares con primeros vencimientos en 2007 y el rendimiento varía entre el 5.69% y 9% dependiendo de la fecha de emisión.

El gobierno mexicano utiliza el dinero recaudado por este medio en la reestructura de su deuda, esto es, comprar en el mercado secundario los instrumentos de deuda emitidos en condiciones menos favorables.

DIVERSOS TIPOS DE BONOS

 **Bonos Cupón Cero**

 **Bonos a Tasa Fija**

 **Notas a Tasa Flotante**

 **Bonos vinculados a acciones**

Mercado de Valores



Bonos en dos monedas

BONOS CUPÓN CERO

El emisor de Bonos Cupón Cero, también llamados Bonos de Descuento Puro, no paga ningún interés durante su vida y reembolsa el valor nominal al vencimiento. Cuando el inversionista compra esos bonos se le descuenta cierta cantidad y todo el rendimiento lo obtiene al vencer el plazo. En algunos países, como en Japón, el rendimiento de los bonos cupón cero se considera fiscalmente como una ganancia de capital y está libre de impuestos, lo que explica su popularidad.

Supongamos que un bono cupón cero a cinco años con valor nominal de 1 millón de dólares se vende a 765,134.35. El rendimiento al vencimiento, implícito en ese precio es del 5.5%

$$\left(\frac{1,000,000}{765,134.35} \right)^{1/5} - 1 = 0.055 \times 100 = 5.5\%$$

El principal atractivo de los bonos cupón cero es que no presentan el riesgo de la inversión de cupones. Por lo tanto, el bono cupón cero es el único cuya duración es igual al plazo. Las tasas de rendimiento de los bonos cupón cero a diferentes plazos se llaman tasas *spot* y son muy útiles tanto para el cálculo de los precios de los bonos con cupones como en el cálculo de las tasas *forward* a diferentes plazos.

Los bonos cupón cero de emisión original, son relativamente raros. Lo más frecuente es que los expertos financieros elaboren bonos cupón cero separando los cupones del principal en los

Mercado de Valores

bonos con cupones. Un portafolio de cupones a un plazo específico se empaqueta como un bono cupón cero a ese plazo. El principal es otro bono de cupón cero. En 1985 el Tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica introdujo instrumentos llamados STRIPS *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*.

Las empresas de corretaje pueden vender esos valores a extranjeros como bonos al portador. Desde ese tiempo, los STRIPS del tesoro dominan el mercado de bonos de cupón cero.

BONOS A TASA FIJA.

Son instrumentos financieros de deuda a largo plazo que pagan intereses periódicamente en forma de cupones. Los bonos extranjeros pagan cupones semestrales, mientras que los eurobonos pagan cupones anuales. El cupón se calcula como un porcentaje sobre el valor nominal del título.

A este porcentaje se llama tasa de cupón y se establece de manera tal que en bono pueda venderse a la par, (es decir si su precio de venta es igual a su valor nominal. Si el precio de venta es mayor que el valor nominal, se dice que un bono se vende con prima, pero si el precio de venta fuese menor que el valor nominal, se dice que algunos se vende con descuento).

El bono con cupones tiene varias medidas de rendimiento:

Mercado de Valores

- **La tasa cupón sirve para calcular el valor del cupón anual. Esta es la principal característica del bono. El cupón anual es la tasa de cupón multiplicada por el valor nominal del bono.**
- **El rendimiento corriente, es el valor del cupón anual dividido entre el precio del bono. Es mayor que la tasa de cupón en los bonos que se venden con descuento.**
- **El rendimiento al vencimiento, es la tasa de descuento que iguala el valor presente de todos los flujos de efectivo del bono, con su precio. Es lo que conocemos como tasa interna de retorno. El rendimiento al vencimiento se puede calcular con el método de prueba y error, o quizá mejor, utilizando Excel.**
- **Es la tasa de rendimiento que recibiría el inversionista si mantuviera el bono hasta el final. Durante la vida del bono, su rendimiento al vencimiento cambia, dependiendo de las condiciones del mercado.**
- **El rendimiento del período de tenencia es el rendimiento anual que tiene el inversionista si ven el bono antes de que venza. En su cálculo se toman en consideración el precio de compra, los cupones anuales y el precio de venta. Es necesario utilizar una hoja de Excel.**

CASO PRÁCTICO

Un bono a 20 años, con valor nominal de 100,000, para cupones anuales de 4500. Se vende a 94 por cada 100 de valor nominal.

Mercado de Valores

a) Calcule el rendimiento corriente del bono y su rendimiento al vencimiento.

Después de cinco años el bono se vende en el mercado secundario, cuando el rendimiento al vencimiento de ese tipo de instrumentos financieros es del 5.6%

b) Calcule el precio de venta del bono y el rendimiento del período de tenencia.

Solución.

a) El rendimiento corriente es el valor del cupón anual dividido entre el precio del bono.

$$r \text{ rendimiento corriente} = \frac{4500}{94,000} = 0.0479 = 4.79\%$$

Para calcular el rendimiento al vencimiento, que en este caso los impulsaremos con la letra “y”, se despeja dicha “y” de la ecuación como sigue:

$$94 = \frac{4.5}{1+y} + \frac{4.5}{(1+y)^2} + \frac{4.5}{(1+y)^3} + \dots + \frac{4.5 + 100}{(1+y)^{20}}$$

Utilizando calculadora financiera se obtiene que $y=4.98\%$. En consecuencia, un bono que se vende con descuento, tenemos la siguiente relación entre los diferentes rendimientos:

Mercado de Valores

tasa de cupón < rendimiento corriente < rendimiento al vencimiento

$$4.5 < 4.79 < 4.98$$

b) después de cinco años el plazo del bono se reduce a 15 años. Su precio es el valor presente de todos los flujos efectivos restantes descontados a una tasa igual al rendimiento al vencimiento.

$$94 = \frac{4.5}{1.056} + \frac{4.5}{10.56} + \frac{4.5}{1.056} + \dots + \frac{4.5 + 100}{1.056^{15}} = 89.03$$

El precio de venta del bono después de cinco años es de 89.03 por cada \$100 del valor nominal. Para calcular el rendimiento del período de tenencia r_b debe considerarse o tomarse en cuenta el precio de compra, el precio de venta y el precio de tenencia de cinco años. Se despeja de la siguiente ecuación:

$$94 = \frac{4.5}{1 + r_b} + \frac{4.5}{(1 + r_b)^2} + \frac{4.5}{(1 + r_b)^3} + \frac{4.5}{(1 + r_b)^4} + \frac{4.5 + 89.03}{(1 + r_b)^5}$$

El resultado de la calculadora financiera nos arrojaría que $r_b = 3.8073\%$

Si durante la tenencia del bono, la tasa de interés sobre, un inversionista que vende el bono antes del vencimiento obtiene un rendimiento del período de tenencia menor del que sería si mantuviera el bono hasta su vencimiento. Esto se debe a que la pérdida de capital afecta el rendimiento. El inversionista sufre pérdida de capital porque vende el bono a un precio menor que el precio de compra: $89.03 - 94 = -4.97$

NOTAS A TASA FLOTANTE FRN (Floating Rate Note)

Las notas a tasa Flotante (FRN) son bonos a mediano plazo que pagan cupones trimestrales o semestrales indexados a alguna tasa de referencia, usualmente la LIBOR. Si el pago del cupón es semestral, su valor se calcula al inicio del período, aplicando la tasa LIBOR a los siguientes 6 meses y se le suma la sobretasa.

Supongamos que la FRN de un millón del dólares a 5 años paga un el cupón de LIBPR más 100 puntos base. En el momento de emisión la LIBOR a 6 meses es de 4.5%. El primer cupón que se pagará en 6 meses será de $27,500 = 0.5 \times (0.045+0.01) \times 1,000,000$

Si en 6 meses la LIBOR subiese a 4.8%, el siguiente cupón sería igual a $29,000=0.5 \times (0.048+0.01) \times 1,000,000$.

Mercado de Valores

Para el emisor el riesgo de la tasa de interés es que la LIBRO suba. Para el inversionista el riesgo es que la tasa baje. Si la tasa baja, el inversionista recibirá cupones de menor valor sin obtener ganancia de capital. Un rasgo importante de las notas a tasa flotante es que su precio de mercado el día re reajuste de la tasa de cupón es igual a su valor nominal.

Esto es cierto sólo de manera aproximada. Mientras que la LIBRO cambia cada período, la sobretasa está determinada para toda la vida de la Nota.

Si la calidad crediticia del emisor baja, el precio de mercado de la nota será menor que el valor nominal incluso el día de ajuste de la tasa de cupón.

BONOS VINCULADOS A ACCIONES

El dueño de un bono convertible (convertible bond) tiene el derecho de cambiarlos por acciones de la empresa emisora. El número de acciones que la empresa entrega a cambio del bono se llama tasa de conversión. El valor de conversión es el valor de estas acciones menor el precio del mercado el bono.

Caso práctico.

Un bono convertible a 15 años tiene una tasa de conversión de 40 y se vende con descuento a \$960. LE precio de mercado de la acción de la empresa emisora del bono es de \$20.

a) Calcule el valor de conversión del bono.

Mercado de Valores

- b) **Determine a qué nivel tiene que subir la acción para que el valor de conversión se vuelva positivo, suponiendo que el precio de bono se mantuviera constante.**

Solución.

a) **Valor de conversión = $40 \times \$20 - 960 = \-160**

b) **$40 \times P - 960 = 0 \Rightarrow P = 960/40 \quad P = 24$**

En este momento el valor de conversión es de -\$160. Si el precio de la acción rebasase la cantidad de \$24, el valor de conversión sería positivo.

Si durante la vida del bono el precio de la acción subiese a \$30 y el precio de un bono semejante sin opción de conversión fuera de \$960, el valor de la opción de conversión es $\$240 = 40 \times \$30 - \$960$. Dado que la opción de conversión es valiosa, los bonos convertibles ofrecen un rendimiento menor que los bonos semejantes sin esta opción.

Los bonos con Warrants (o sea una opción de compra de acción de la empresa emitida por ella misma) son bonos normales que incluyen la opción de compra de la acción de la empresa emisora a un precio de ejercicio dado. En el momento de la emisión los warrants son “fuera de dinero” (*out-of-the-money*) pero pueden “entrar en el dinero” durante la vida del bono. Dado que el warrant tiene valor, los bonos con Warrants ofrecen un rendimiento menor que los bonos estándar.

BONOS EN DOS MONEDAS

Mercado de Valores

Un bono en 2 monedas paga cupones a tasa fija en la misma moneda que el principal, pero al vencimiento, éste se paga en otra moneda. El tipo de cambio del pago final se calcula en el momento de la emisión. Desde la perspectiva de un inversionista, el bono en 2 monedas es como un bono en la moneda del principal más la venta forward del principal. Los emisores más grandes de los bonos en 2 monedas son las empresas japonesas que desea abrir subsidiarias en los Estados Unidos. El bono se denomina en yenes y paga cupones en yenes, El principal se paga en dólares. Se supone que al vencimiento del bono la subsidiaria ya genera una cantidad en dólares suficiente para liquidar el principal.

EMPRESAS CALIFICADORAS DE BONOS INTERNACIONALES

Las empresas calificadoras de valores financieros más conocidas en el mundo son:

- 1) Standard & Poors (S&P)**
- 2) Moody's Investor Service y**
- 3) Fitch IBCA**

Estas empresas proporcionan una calificación crediticia de los emisores de bonos.

El que emite un bono tiene que pagar por el servicio de calificación alguna de estas calificadoras y después se actualiza ésta periódicamente. La mejor calificación es AAA y la peor es D default. Es evidente que a mejor calificación crediticia, menor la tasa de interés que pagan emisor sobre su deuda. La línea divisoria en las calificaciones es el grado de inversión. Por ejemplo si un bono no tiene grado de inversión se le llama bono chatarra o junk bond, bonos

Mercado de Valores

especulativos bonos de alto rendimiento. En muchos países los inversionistas institucionales no pueden invertir en este tipo de bonos especulativos.

El mercado de eurobonos está determinado por bonos de alta calificación, ya se AAA o AA. Los emisores de bonos con baja calificación bajo ninguna circunstancia tienen acceso a este mercado.

En la evaluación del riesgo crediticio, se toman en cuenta factores económicos, políticos e inclusive sociales. En un sistema muy complicado de puntaje, cada empresa calificadora lo explica a detalle en su sitio de Internet.

MERCADO DE EUROBONOS

¿Cómo funciona el Mercado de Eurobonos? Un emisor de bonos que desea obtener fondeo contrata a un banco de inversión que encabeza un sindicato suscriptor (*underwriting syndicate*) en el que participan otros bancos de inversión y bancos comerciales. El banco de inversión prepara la emisión y la compra con un descuento del bono sobre su valor nominal. Desde que el emisor contacta al banco de inversión, hasta que reciben dinero pasan en promedio seis semanas. Todos los miembros del sindicato participan en la colocación de los bonos entre los inversionistas y también reciben un descuento. Mientras que la tasa de interés en el mercado de eurobonos es menor a la de los mercados domésticos, el costo de emisión es típicamente mayor. Sólo en emisiones grandes es rentable.

El inversionista que compra un bono en el mercado primario lo puede vender en el mercado secundario de eurobonos, el cual está formado por una red de dealers (conocidos también como formadores de mercado) y brokers. Los *dealers* ofrecen el precio a la compra y a la venta. Los

Mercado de Valores

brokers cobran una comisión. Tanto los unos como los otros, pertenecen a la *International Securities Market Association (ISMA)* con sede en *Zurich*. Varios bancos de inversión pública en índices de bonos. Los más conocidos son: JP Morgan and Company Domestic Government Bond Indices y Global Government Bond Index. Los bonos en países en vías de desarrollo están representados en el Emerging Market Government Bond Index Plus (EMBI+).

MERCADO INTERNACIONAL DE ACCIONES. Funcionam.

Las grandes empresas pueden obtener financiamiento ya sea emitiendo deuda o acciones. El tamaño del mercado accionario se mide por su capitalización (la capitalización de una empresa es el número de acciones que tiene dicha empresa en circulación, multiplicado por el precio de mercado de cada acción. La capitalización de la Bolsa de la suma de las capitalización de las empresas que ahí cotizan) que es el valor del mercado de las acciones en circulación. Por ejemplo, la capitalización de todas las bolsas de Estados Unidos es de aproximadamente 15 billones de dólares, más del 50% de capitalización de todas las bolsas en el mundo. La capitalización del mercado accionario en México es de aproximadamente 150 mmd, ésto es el 0.05% de la capitalización global. Resulta muy útil comparar la capitalización del mercado accionario de un país con su PIB. En Estados Unidos esa relación se acerca al 100% y en México apenas llega al 25%.

Una forma de medir la liquidez de un mercado accionario es la razón que se obtiene dividiendo el volumen de transacciones durante un año y su capitalización. Un coeficiente de 50 significa que el valor de las transacciones en la Bolsa de Valores durante un año fue 50 veces mayor que la capitalización al final del año. La concentración del mercado accionario se mide por la participación de las 10 empresas más grandes en la capitalización total. En México ese coeficiente de concentración está por arriba del 50%.

Mercado de Valores

Las nuevas acciones se venden en el mercado primario. Una empresa coloca sus acciones por primera vez en una *oferta pública inicial* IPO. También las empresas que ya cotizan en la Bolsa pueden emitir nuevas acciones para financiar proyectos de inversión, si consideran que el precio de mercado de las acciones es lo suficientemente alto. El mercado primario es activo cuando los precios de las acciones son altos y cuando existe mucha liquidez. En los períodos de ajuste y de poca liquidez, como sucedió después del año 2000, el mercado primario es poco activo (Cuando los precios de las acciones bajan en periodos prolongados, los especialistas hablan de un “mercado del oso” *bear market*).

En el mercado secundario los inversionistas venden acciones sin que el emisor reciba fondos adicionales. El mercado secundario proporciona liquidez y valuación constante de las acciones. Si no fuera por la posibilidad de vender acciones en el mercado secundario, pocos inversionistas las comprarían el mercado primario. Mientras más líquida es una acción, más fácilmente puede ser vendida. Al comprar y vender las acciones en el mercado secundario, los inversionistas, dealers y los especuladores toman en cuenta toda la información disponible. Los que compran piensan que el valor de la acción tiende a subir. Los que venden apuestan a que el valor de la acción va a bajar. El precio de equilibrio que iguala la oferta con la demanda incorpora toda la información acerca del futuro de una empresa que poseen los participantes del mercado. Una valuación correcta es muy importante, porque asegura que se asignen de manera eficiente los escasos por recursos productivos y proporciona una retroalimentación valiosa para los administradores de las empresas. Si, después del anuncio de una decisión corporativa importante,

Mercado de Valores

el precio de las acciones baja, la administración sabe de inmediato que el mercado reprobó su decisión.

Las acciones se negocian en dos tipos de mercado: uno de ellos es el mercado bursátil es un mercado organizado o un mercado de subasta dominado por los especialistas que hacen dicho mercado, mantienen un inventario de los valores en que se especializan y están dispuestos a comprar los ha precio de compra y posteriormente venderlos a precios de venta, generando así una utilidad. La bolsa de valores más grande del mundo es la NYSE *New York Stock Exchange*.

El mercado OTC (*Over the Counter*) está dominado por los dealers, conectados por redes de comunicaciones electrónicas. El mercado OTC más grande del mundo es el NASDAQ Stock Exchange (*National Association of Security Dealers Automated Quotation System*). NASDAQ rivaliza con NYSE en lo que se refiere al número de empresas listadas y el volumen de transacciones, pero se especializa en empresas de alta tecnología.

Para los inversionistas internacionales Morgan Stanley Capital International MSCI publica varios índices que pueden servir de guía en las decisiones de inversión. Los índices más consultados incluyen: The World Index (sigue acciones de las 2600 empresas más grandes del mundo), EAFA (East and Far East), The North American Index y EURO.

Durante la última década se produjo una explosión innovaciones financieras, que aún siguen hasta la fecha, para facilitar la inversión internacional en acciones. Las más importantes incluyen los ADR's, los WEBS y el listado cruzado.

ADR

Como una respuesta a las necesidades financieras de las empresas extranjeras y de los inversionistas nacionales como los intermediarios financieros crearon un instrumento denominado ADR (*American Depository Receipt*). Una empresa extranjera que desea vender sus acciones a inversionistas de los Estados Unidos, tendría que “listarlas” en una bolsa de dicho país. Esto puede ser difícil y costoso porque los requisitos de los “listados” suelen ser muy estrictos. Por otra parte, los inversionistas estadounidenses que desearan invertir en acciones extranjeras para diversificar su portafolio de inversión y obtener mayores rendimientos, tendrían que abrir cuentas en las Casas de Bolsa de otros países, hacer diversos trámites y estar expuestos al riesgo cambiario.

Un intermediario financiero de los Estados Unidos, típicamente un banco, adquiere cierta cantidad de acciones de una empresa extranjera y contra este fondo emite los ADR (*American Depository Receipt*). El ADR es un recibo que representa el derecho a una cantidad específica de acciones de una empresa extranjera. Las acciones mismas están bajo la custodia del banco que emite los ADR. Estos instrumentos financieros se negocian tanto en casas de bolsa como en el mercado **OTC**. Cerca de 600 ADR, que representan empresas de 80 países, se negocian en las bolsas de los Estados Unidos.

El arbitraje asegura que los precios de los ADR en la Bolsa de Nueva York se muevan junto con los precios de las acciones en el país de origen. Si los precios de los ADR de una empresa

Mercado de Valores

mexicana en el NYSE suben 6% y el tipo de cambio peso/dólar se mantiene constante, los precios de las acciones de la empresa mexicana en la Bolsa mexicana de valores BMV también subirán alrededor del 6%. Es difícil determinar si son los movimientos de los precios en los mercados domésticos los que mueven los precios de los ADR, o bien es al revés. El punto es que si una acción se negocia en varios mercados financieros internacionales, los precios en todos los mercados tienen que estar en línea para que no haya oportunidad de arbitraje.

Las ventajas de los ADR para un inversionista estadounidense son:

- Los ADR están denominados en dólares y se negocian a través de una casa de bolsa en los Estados Unidos. Si un inversionista de los Estados Unidos quisiera comprar acciones mexicanas de forma directa, necesitaría una cuenta en una casa de bolsa de México y tendría que vigilar el tipo de cambio peso/dólar.
- Los dividendos que producen las acciones se entregan en dólares al inversionista por el banco emisor del ADR. Esto ahorra muchos trámites burocráticos.
- El mercado de los ADR es muy líquido y resulta fácil invertir una posición.

Los ADR también producen beneficios para la empresa extranjera:

- Aumentan el tamaño del mercado para sus acciones, lo que puede subir su precio y bajar el costo de capital para la empresa.
- Aumenta la liquidez de las acciones y la calidad de sus precios, que refleja la información de los inversionistas nacionales y de los analistas de las corredurías más importantes del mundo. Esto puede aumentar la volatilidad de los precios, pero no permite que se alejen demasiado de los fundamentos económicos.
- Contribuyen al reconocimiento del nombre del emisor a nivel internacional.

Los ADR *patrocinados* son creados por un banco estadounidense a petición de la empresa extranjera. El banco proporciona a los inversionistas una gama de servicios, incluyendo

Mercado de Valores

información financiera sobre la empresa. La firma patrocinadora para los honorarios por el depósito de los instrumentos.

Los ADR *no patrocinados* se crean a iniciativa de un banco estadounidense y la empresa cuyas acciones representan no está obligada a proporcionar sus estados financieros, ni a pagar los honorarios. Es evidente que estos ADR son cada vez más raros.

WEBS

Los WEBS (*World Equity Benchmark Shares*) tienen estructura semejante a los ADR, pero en vez de acciones individuales, lo que ofrecen son portafolios que replican índices internacionales de MSCI (*Morgan Stanley Capital International* es quien publica varios índices bursátiles que pueden servir de guía para tomar decisiones de inversión). Existen WEBS para 20 países en tres continentes. Los WEBS pueden negociarse en las bolsas de valores, por lo general en AMEX (*American Stock Exchange*), por lo que constituyen un vehículo de diversificación internacional muy cómodo y de muy bajo costo.

Un WEBS de México (se simboliza en pizarra EWW) es un portafolio de acciones de empresas mexicanas construido de tal manera que replica el comportamiento del índice México de MSCI. Su desempeño no se aleja mucho del índice de precios al consumidor IPC de la Bolsa Mexicana de Valores. Es un instrumento adecuado para los inversionistas que desean invertir en las acciones mexicanas sin la necesidad de analizar los estados financieros y las perspectivas de las empresas individuales.

LISTADO CRUZADO DE ACCIONES (Cross-listing of shares)

Muchas empresas transnacionales tienen sus acciones listadas en varias bolsas de valores en diferentes países. El listado cruzado ofrece las siguientes ventajas:

- **Aumenta la base de los inversionistas que pueden invertir en acciones de una empresa. La mayor liquidez puede traducirse en un precio más elevado.**
- **Aumenta el reconocimiento del nombre y las marcas representadas por la empresa.**

Mercado de Valores

■ Reduce la probabilidad de adquisiciones hostiles.

La empresa con listados múltiples tiene que cumplir con la reglamentación tanto del país de origen, como del país huésped. En el caso de los Estados Unidos, una empresa extranjera que desee que sus acciones se listen en bolsas estadounidenses, tiene que cumplir con las reglas de divulgación de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) y con las reglas contables dictadas por el FASB (*Financial Accounting Standards Board* que es el equivalente a nuestras Normas de Información Financiera NIF's). La traducción de los estados financieros del sistema de contabilidad a otro puede ser muy costosa ya que en la práctica implica la necesidad de efectuar dos o más contabilidades paralelas.

Una acción extranjera que se vende directamente a los inversionistas de los Estados Unidos se llama *Yankee Stock*. En los últimos años, el número de acciones *Yankee* creció rápidamente por las privatizaciones de empresas paraestatales en América Latina y en Europa central. En la NYSE está listadas 200 empresas europeas y 94 empresas de América Latina, de las cuales 20 son Mexicanas, 37 Brasileñas, 20 Chilenas y 10 Argentinas. Las empresas mexicanas más líquidas fueron América Móvil, Telmex, Cemex y Televisa.

PANORAMA FINANCIERO

Global Equity Market (GEM)

En el año 2000, las 10 bolsas más grandes del mundo incluyendo a la Bolsa mexicana de valores, crearon el GEM. Las bases de datos de estas bolsas se integraron en un solo sistema electrónico que permite a los inversionistas internacionales en el acceso a las acciones que se negocian en estas bolsas. El valor de las acciones listadas en GEM rebasó los 20 billones de dólares, lo que constituyó un 60% de capitalización de todo el mercado mundial.

Desde el punto de vista mexicano, el Mercado Global BMV es un mecanismo para listar y operar, en el ámbito de la Bolsa mexicana de valores, aquellos valores que no fueron objeto de oferta pública en México y que se encuentran en las listas de los mercados extranjeros reconocidos por la Comisión nacional bancaria y de valores. Dichos valores tienen que sujetarse un esquema regulatorio y operativo del Sistema Internacional de Cotizaciones SIC creado en 1995 como respuesta a las nuevas exigencias de la economía global.

El Mercado Global BMV inició sus operaciones en el año 2003. En el año 2005 se cotizaron 198 valores internacionales con un monto en custodia de 528 millones de dólares. En un mercado para inversionistas institucionales, pero los individuos pueden tener acceso a él por medio de los fondos y las sociedades de inversión.

RESUMEN

- 1. Los bancos internacionales facilitan el comercio internacional, la cobertura del riesgo cambiario, la inversión internacional y la emisión internacional de valor.**
- 2. Los grandes bancos pueden tener instituciones corresponsales, oficinas representativas, filiales y sucursales fuera del país huésped. Además existen centros bancarios internacionales Offshore banking centers.**
- 3. El mercado del euro monedas, cuyo centro está en Londres, constituye el núcleo del mercado internacional de dinero. Las tasas de interés en este mercado, las LIBOR en diferentes monedas y a diferentes plazos, son las tasas de referencia para la oferta mundial de crédito.**
- 4. Los principales instrumentos del mercado de dinero internacional son: los depósitos en euro monedas, los contratos forward de las tasas de interés FRA, las euronotas y el europapel comercial.**
- 5. Las diversas crisis internacionales de deuda indican que los bancos internacionales todavía no dominan la administración del riesgo de crédito.**
- 6. El valor de los bonos internacionales pendientes rebasa 7 millones de millones de dólares. Las tres monedas de denominación de esos bonos son: el dólar, el euro y el yen.**

Mercado de Valores

- 7. Los bonos extranjeros emitidos por deudores de otros países se denominan en moneda nacional y se venden a los inversionistas nacionales. Los eurobonos se denominan en una moneda y se venden en los mercados financieros que usan una moneda diferente. Los bonos globales se venden simultáneamente en todos los mercados principales.**
- 8. El bono más común es el bono con cupones a tasa fija. Además existen bonos a tasa flotante, bonos cupón cero, bonos convertibles, bonos con warrant y bonos denominados en dos monedas.**
- 9. Existen tres calificadoras que determinan la calidad crediticia de los emisores internacionales: Standard & Poors, Moody's y Fitch.**
- 10. JP Morgan publica varios índices de bonos que sirven como referencia en la evaluación de los administradores de los portafolios de bonos.**
- 11. Los mercados internacionales de acciones están cada vez más integrados. El Global Equity Market permite negociar, en cada bolsa nacional participante, las acciones de las empresas listadas en otras bolsas participantes.**
- 12. La inversión internacional en acciones se facilita por los ADR, las WEB y el listado cruzado de las acciones.**

Mercado de Valores

Les recomiendo entren a los siguientes SITIOS EN INTERNET para complementar todo lo que hemos analizado en la sesión.

www.bis.org Contiene estadísticas de los Bancos Internacionales, los requerimientos de capital y los sistemas de pagos. También proporciona información sobre los mercados de capital y de derivados.

www.euribor.org Define lo que es un Euribor y presenta una breve historia e importancia de los mercados financieros.

www.standardandpoors.com Da información sobre los ratings de los bonos y sobre la misma S&P.

www.moodys.com, www.fithcbca.com Menciona el índice de la deuda de los países en vía de desarrollo, México, Brasil y Argentina.

www.nasdaq.com Da información financiera, herramientas analíticas para inversionistas y opiniones de expertos sobre diferentes sectores y empresas.

www.nyse.com Da a detalle información sobre la bolsa de Nueva York.

www.jpmorgan.com Da información complementaria a Moody's y S&P

Mercado de Valores

www.msci.com Da información detallada de índices globales, regionales y nacionales. Se divide en países desarrollados, en vías de desarrollo y emergentes, portafolios de crecimiento y de valor, rendimientos en dólares y en moneda nacional.

www.adr.com Da información de los ADR's.

www.ishares.com Información detallada sobre los instrumentos de inversión internacional.

www.bmv.com.mc Mercado Global de BMV da el sistema internacional de cotizaciones, orígenes, objetivos, procedimientos de listado y políticas operativas. Glosario de términos financieros.