



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

**FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES
CUAUTILÁN**

**EXPOSICIÓN Y RIESGO CAMBIARIO: SU ANÁLISIS COMO
ELEMENTO PARA LA CONTRATACIÓN DE INSTRUMENTOS
FINANCIEROS DERIVADOS EN UNA EMPRESA
MULTINACIONAL**

T E S I S

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADA EN CONTADURÍA**

**P R E S E N T A :
ANA ELIZABETH CORONA AGUILAR**

ASESOR:

M.A. TERESITA HERNÁNDEZ MARTÍNEZ

CUAUTILÁN IZCALLI, EDO. DE MEX.

2007



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

A TI
POR SER PARTE DE MI VIDA
POR SER PARTE DE MI CARRERA
POR SER PARTE DE MI CRECIMIENTO
POR COMPARTIR ESTE MOMENTO CONMIGO
MUCHAS GRACIAS



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES CUAUTITLAN
UNIDAD DE LA ADMINISTRACION ESCOLAR
DEPARTAMENTO DE EXAMENES PROFESIONALES

ASUNTO: VOTOS APROBATORIOS
FACULTAD DE ESTUDIOS
SUPERIORES CUAUTITLAN



DRA. SUEMI RODRIGUEZ ROMO
DIRECTOR DE LA FES CUAUTITLAN
PRESENTE

DEPARTAMENTO DE
EXAMENES PROFESIONALES

ATN: L. A. ARACELI HERRERA HERNANDEZ
Jefe del Departamento de Exámenes
Profesionales de la FES Cuautitlán

Con base en el art. 28 del Reglamento General de Exámenes, nos permitimos comunicar a usted que revisamos la Tesis :

Exposición y riesgo cambiario: su análisis como elemento para la contratación de instrumentos financieros derivados en una empresa multinacional.
que presenta la pasante: Ana Elizabeth Corona Aguilar
con número de cuenta: 097514251 para obtener el título de :
Licenciada en Contaduría

Considerando que dicho trabajo reúne los requisitos necesarios para ser discutido en el EXAMEN PROFESIONAL correspondiente, otorgamos nuestro VOTO APROBATORIO.

ATENTAMENTE

"POR MI RAZA HABLARA EL ESPIRITU"

Cuautitlán Izcalli, Méx. a 20 de Abril de 2007

PRESIDENTE MCE. Ma de la Luz Ramos Espinosa
VOCAL L.C. Patricia Dalia Ucha Pulido
SECRETARIO MCE. Teresita Hernández Martínez
PRIMER SUPLENTE L.C. Gabriel Alcántara Salinas
SEGUNDO SUPLENTE L.A. Sandro Flores Alvarez

A TI
POR SER PARTE DE MI VIDA

ÍNDICE

RESUMEN	¡Error! Marcador no definido.
INTRODUCCION	¡Error! Marcador no definido.
OBJETIVOS.....	¡Error! Marcador no definido.
METODOLOGIA	¡Error! Marcador no definido.
CAPITULO 1. FINANZAS INTERNACIONALES	¡Error! Marcador no definido.
1.1 Concepto e Importancia de las Finanzas Internacionales. .	¡Error! Marcador no definido.
1.2 Importancia y Riesgo del Comercio Internacional.....	¡Error! Marcador no definido.
1.3 La empresa multinacional.....	¡Error! Marcador no definido.
1.3.1 La empresa multinacional en un mundo de monedas múltiples.....	¡Error! Marcador no definido.
1.4 El Sistema Financiero como regulador de las operaciones financieras.	¡Error! Marcador no definido.
1.4.1 El Sistema Financiero Internacional	¡Error! Marcador no definido.
1.4.2 El Sistema Financiero Mexicano	¡Error! Marcador no definido.
1.5 El Fondo Monetario Internacional	¡Error! Marcador no definido.
CAPITULO 2. MERCADOS FINANCIEROS	¡Error! Marcador no definido.
Generalidades	¡Error! Marcador no definido.
2.1 Mercados de dinero	¡Error! Marcador no definido.
2.2 Mercados de capital.....	¡Error! Marcador no definido.
2.2.1 Mercados de valores	¡Error! Marcador no definido.
2.2.2 Mercados de cambios	¡Error! Marcador no definido.
2.3 Tasas de cambio	¡Error! Marcador no definido.
2.3.1 Factores que influyen en los tipos de cambio	¡Error! Marcador no definido.
2.3.2 Clasificación de los tipos de cambio.....	¡Error! Marcador no definido.
2.4 Devaluación	¡Error! Marcador no definido.

CAPITULO 3. EXPOSICION Y RIESGO CAMBIARIOS;Error! Marcador no definido.

3.1 Riesgo y exposición cambiaria;Error! Marcador no definido.

3.2 Exposición de transacción;Error! Marcador no definido.

3.3 Exposición económica u operativa.....;Error! Marcador no definido.

3.4 Exposición contable o de conversión.....;Error! Marcador no definido.

CAPITULO 4. INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS;Error! Marcador definido.

4.1 Historia de los instrumentos derivados.....;Error! Marcador no definido.

4.2 Historia de los instrumentos derivados en México;Error! Marcador definido.

4.3 Instrumentos financieros derivados;Error! Marcador no definido.

4.3.1 Tipos de riesgo de los instrumentos derivados.;Error! Marcador definido.

4.4 Coberturas de riesgo y exposición cambiarios...;Error! Marcador no definido.

4.4.1 Contratos forward;Error! Marcador no definido.

4.4.2 Contratos de opciones;Error! Marcador no definido.

4.4.3 Contratos de futuros;Error! Marcador no definido.

4.4.4 Contratos swaps;Error! Marcador no definido.

4.5 Normatividad FAS 133;Error! Marcador no definido.

4.6 Contabilidad de instrumentos financieros derivados.....;Error! Marcador definido.

4.7 Contabilidad de contratos forward.....;Error! Marcador no definido.

CASO PRÁCTICO: Análisis de exposición y riesgo cambiario ..;Error! Marcador definido.

RESULTADOS;Error! Marcador no definido.

DISCUSION.....;Error! Marcador no definido.

CONCLUSIONES;Error! Marcador no definido.

BIBLIOGRAFÍA;Error! Marcador no definido.

RESUMEN

El deterioro continuo en la situación económica o política de un país puede producir una pérdida de valor de la moneda en función de las monedas de los demás países con los que comercia. Esta pérdida de valor puede ser continua, como el caso de las monedas cuyo precio se deja fluctuar libremente en el mercado internacional, u ocasional, resultado de las decisiones de devaluación de las autoridades monetarias del país, en el caso de las monedas cuyo comercio está restringido al gobierno. Dicha devaluación induce cambios en los precios de los insumos y productos de la empresa, así como de una cadena de reacciones de parte de las empresas que tratan de protegerse o aprovechar esos cambios relativos, todo dentro de un medio con creciente incertidumbre.

El objetivo central de este trabajo de investigación fue determinar la importancia del análisis de la exposición de la empresa al riesgo cambiario, es decir, precisar la vulnerabilidad a los cambios en los precios relativos, a las decisiones de los participantes en el mercado y a la incertidumbre que acompañan las operaciones en mercados de monedas con fluctuaciones importantes. Para tal efecto, se estudiaron algunos conceptos básicos relacionados con las finanzas internacionales y corporativas, las consideraciones económicas y políticas que afectan las tasas de cambio, la devaluación y el riesgo; estas apreciaciones son fundamentales para determinar la exposición de la empresa que constituye el punto de partida del análisis.

En la exposición de la empresa al riesgo cambiario se estableció el efecto sobre las empresas que tienen relaciones financieras y económicas con el exterior. La devaluación es un factor que afecta a todas las empresas, aunque el riesgo varía de acuerdo a las condiciones de cada una.

La presente investigación se realizó en dos niveles: el nivel contable, que estudia el efecto sobre la posición actual de la empresa, reflejada en su Balance general y el nivel de exposición al riesgo en que se incluyen el efecto en la toma de decisiones sobre la contratación de las coberturas cambiarias disponibles en el mercado conocidas como instrumentos financieros derivados.

Las empresas hacen uso de las coberturas para reducir sus riesgos. Un contrato forward o adelantado es un acuerdo celebrado entre dos partes cuya finalidad es vender un bien al contado en una fecha posterior. El precio se fija en el momento en el que se fija el contrato. Sin embargo, el efectivo cambia de manos en la fecha de entrega. Los contratos adelantados generalmente no se negocian en las bolsas de valores organizadas.

INTRODUCCIÓN

Dentro del marco de las finanzas internacionales y de la globalización en las economías mundiales, existe la necesidad diaria de intercambiar y adquirir productos entre los distintos países; produciéndose así múltiples operaciones financieras en diferentes monedas, por lo cual es importante que existan organismos tanto nacionales como internacionales que regulen las operaciones dentro del comercio internacional dado el riesgo que implican, ya que además del aspecto comercial involucran también aspectos económicos, políticos y sociales.

Dentro de los riesgos económicos se encuentran las fluctuaciones cambiarias, que dependen de la estabilidad económica, social y política de cada uno de los países dentro del intercambio comercial. Cada gobierno, a través de sus mercados financieros regula y establece las tasas de cambio de su país atendiendo a los factores que influyen y afectan el valor de cada moneda, entre los más importantes: las tasas de interés, la inflación y el intercambio comercial con otras naciones.

Las empresas multinacionales en México se han visto afectadas por importantes pérdidas financieras debido al constante cambio en la economía del peso mexicano, y tomando en cuenta el historial de crisis económicas y de importantes devaluaciones del peso mexicano, ha surgido la importancia de administrar el riesgo cambiario; cuya prioridad es establecer un adecuado plan de acción que no admita especulaciones, sino que esté enfocado hacia una efectiva toma de decisiones, ejemplo de ello es la contratación de los diferentes instrumentos financieros derivados que se encuentran disponibles a través de instituciones financieras para la cobertura de dicho riesgo y que representan una herramienta efectiva si se basan en una correcta interpretación y análisis de la exposición cambiaria de las organizaciones.

Nuestro caso práctico estará enfocado en el análisis como instrumento de una efectiva toma de decisiones, para la contratación de coberturas cambiarias que minimicen el riesgo financiero dentro de una empresa multinacional.

OBJETIVOS

Objetivo general

Conocer la importancia del análisis de la exposición cambiaria en una empresa multinacional como herramienta para la toma de decisiones que le permitan minimizar el riesgo de las fluctuaciones cambiarias.

Objetivos particulares

1. Identificar los factores que motivan a una empresa a realizar operaciones internacionales y analizar los riesgos que podría implicar.
2. Conocer la importancia que encierra un mercado de cambios dentro del ámbito internacional, así como los factores que influyen en la determinación de los tipos de cambio.
3. Establecer los tipos de exposición cambiaria y los instrumentos financieros derivados que permitan administrar el riesgo, así como su contabilización y normatividad.
4. Mostrar el análisis y la determinación de la exposición cambiaria en un escenario de devaluación y su cobertura mediante la compra contratos forward en una empresa multinacional.

METODOLOGÍA

El método será analítico ya que se basará en la revisión selectiva de literatura para obtener y consultar la bibliografía que sea útil para los propósitos del análisis; para extraer y recopilar la información relevante y necesaria de nuestro caso de estudio.

Haremos una investigación en un orden lógico para obtener la mejor apreciación de los conceptos básicos para poder determinar las relaciones causa-efecto dentro del estudio y lograr así la mejor organización de datos que nos permitan una efectiva interpretación de la información, para cumplir con los objetivos de la investigación y la presentación del caso práctico consecuente.

Materiales

- Fuentes de información primarias o directas que incluyen la investigación bibliográfica y literatura especializada (como libros, boletines y sitios de Internet).
- Fuentes terciarias o indirectas que son compilaciones, resúmenes y listados de referencias o títulos publicados en un área de conocimiento en particular (como catálogos temáticos y buscadores en Internet).

Análisis de datos

Para el análisis de datos dentro del caso práctico recopilaremos información financiera de la empresa objeto de estudio y emplearemos hojas de cálculo para elaborar los análisis derivados de la aplicación de la información recopilada.

CAPÍTULO 1. FINANZAS INTERNACIONALES

1.1 Concepto e Importancia de las Finanzas Internacionales.

Hoy en día, debido a la mayor interacción entre el comercio internacional y los flujos financieros, casi todos los hechos financieros impactan a todo el mundo. De hecho los sistemas y mercados financieros nacionales no sólo se encuentran estrechamente vinculados e internacionalmente integrados, sino que los problemas enfrentados por las compañías y por los individuos en diferentes territorios son muy similares.

Aún cuando la mayor parte de las finanzas deben ser visualizadas desde una perspectiva internacional, existen algunos problemas especiales que surgen de las relaciones económicas entre las naciones; algunos de ellos se deben al uso de diferentes monedas en distintos países y a la consecuente necesidad de intercambiarlas, tema de la presente Tesis. El tipo de cambio entre las monedas es el monto de una moneda que se recibe a cambio de otra. Los tipos de cambio se establecen mediante cierto número de convenios y tanto los tipos de cambio como los convenios en sí mismos están sujetos a cambios. Las variaciones de los tipos de cambio entre las distintas monedas pueden tener efectos muy profundos en las ventas, en los costos, en las utilidades y en el bienestar individual. Además de las complicaciones inherentes a los tipos de cambio, se presentan otros problemas especiales y únicos desde el punto de vista internacional, los cuales se originan de las oportunidades y de los riesgos implícitos en las solicitudes de préstamos y en las inversiones que se hacen en el extranjero. De tal modo, el campo internacional de las finanzas tiene como foco de atención los problemas a los cuales se enfrentan los administradores cuando los tipos de cambio varían y cuando participan en inversiones o en solicitudes de préstamos de fondos en el extranjero.

El conocimiento de las finanzas internacionales ayuda de dos maneras que son muy importantes. Primero, ayuda al administrador financiero a decidir la manera en que los eventos internacionales afectarán a una empresa y cuáles son los pasos que pueden tomarse para explotar los desarrollos positivos y para aislar a la empresa de los dañinos. Segundo, ayuda al administrador a anticipar eventos y a tomar decisiones rentables antes de que ocurran.

Entre los eventos que afectan a la empresa y que el administrador debe anticipar se encuentran las variaciones en los tipos de cambio, así como en las tasas de interés, en las tasas de inflación y en los valores de los activos. Debido a los estrechos vínculos que existen entre los mercados, los eventos en territorios distantes, como pueden ser los cambios de precio del petróleo o del oro, de los resultados de las elecciones, del surgimiento de una guerra o del establecimiento de la paz tienen efectos que se dejan sentir inmediatamente en todo el planeta. Las consecuencias de los eventos en los mercados de acciones y en las tasas de interés de un país aparecen instantáneamente alrededor de todo el mundo, el cual se ha convertido en un medio financiero crecientemente integrado e independiente. Los vínculos entre los mercados de dinero y de capitales se han vuelto tan estrechos que han hecho imprescindible que todo administrador tenga un amplio conocimiento del campo de las finanzas internacionales.

Según su origen, los tópicos de las Finanzas Internacionales se pueden dividir en dos grupos:

Economía Internacional.

- Procesos de ajuste a los desequilibrios en la balanza de pagos.
- Regímenes cambiarios.
- Factores que determinan el tipo de cambio.
- Condiciones de paridad.
- Sistema Monetario Internacional.

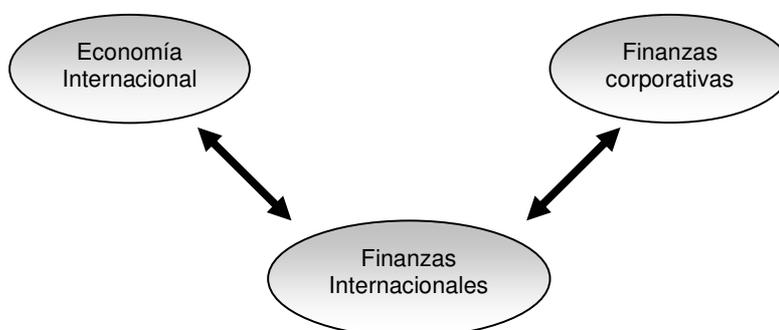
Finanzas corporativas internacionales.

- Funcionamiento de los mercados financieros internacionales.
- Mercados de productos derivados (futuros, opciones, swaps).
- Financiamiento de las diferentes actividades tanto a corto como a largo plazos.
- Evaluación y administración del riesgo cambiario.
- Especulación con divisas.
- Inversión en portafolios internacionales.

El enfoque de la administración financiera internacional han sido las empresas multinacionales, que son aquellas que tiene actividades de negocios fuera de sus fronteras; como las empresas multinacionales se convierten en zona de competencia, la naturaleza de sus decisiones financieras también se vuelven más complejas. Una empresa multinacional tiene acceso a más fuentes de de fondos que una corporación puramente nacional. Las tasas de interés y las condiciones de mercado varían entre las fuentes alternativas de fondos y las prácticas financieras corporativas pueden diferir significativamente entre los países.

Para resaltar la importancia de las finanzas internacionales resulta indispensable caracterizar brevemente el proceso de globalización de la economía mundial.

Diagrama 1. Importancia de las Finanzas Internacionales.



La globalización.

La globalización es un proceso de integración que tiende a crear un solo mercado mundial, en el que se comercien productos idénticos, productos por empresas cuyo origen es difícil de determinar, ya que sus operaciones están distribuidas en varios países.

El proceso de globalización se inició después de la Segunda Guerra Mundial, pero se aceleró en la década de los ochenta y sobretodo en los noventa. Los factores que más contribuyeron a la creciente globalización incluyen:

1. La reducción de las barreras comerciales y el auge del comercio mundial.
2. La estandarización de los bienes y servicios a nivel mundial.
3. El acercamiento del espacio geográfico. Las mejoras en las comunicaciones y transportes redujeron de manera sustancial las tarifas de larga distancia, los costos y los tiempos de los viajes internacionales y los costos de los fletes aéreos y marítimos.
4. El colapso del sistema comunista y el fin de la guerra fría.
5. Relacionado con el punto anterior se observa el movimiento mundial hacia el liberalismo: la democracia en lo político y el libre mercado en lo económico. Esta tendencia implica la reducción del papel del Estado en la economía y la creciente privatización de la misma.
6. La Tercera Revolución Industrial que implica cambios drásticos en la tecnología, la organización y las relaciones sociales y políticas.

La globalización es un proceso con múltiples facetas. Las estadísticas que la reflejan son:

- El volumen del comercio mundial.
- Las transacciones en los mercados financieros internacionales.
- La transnacionalización de las empresas.
- La internacionalización de las empresas.

A nivel de las empresas la globalización toma dos formas: la de empresas multinacionales y la de las transnacionales; y justamente una de las manifestaciones importantes de la globalización es el creciente número de de empresas que adquieren éstas características; las empresas multinacionales tienen en promedio mayores tasas de utilidad que las empresas puramente nacionales. Además tienen una menor variabilidad de los rendimientos y mayores tasas de crecimiento. Existen varias fuentes de ventaja para las empresas multinacionales en la nueva economía global. Algunas de ellas son:

- Un mercado de mayor tamaño permite aprovechar las economías a escala, con la consiguiente baja de costos y aumento de utilidades.
- Los desfases en los ciclos de negocios en diferentes países proporcionan los beneficios de la diversificación, lo cual reduce el riesgo.
- Una empresa multinacional tiene acceso a fuentes de financiamiento más baratas y mejor adaptadas a sus necesidades.
- Una empresa con presencia en varios mercados acumula un mayor conocimiento de las nuevas tendencias, tecnologías y formas de administración. Conoce mejor a la competencia y tiene una mayor capacidad de respuesta ante nuevos retos.
- Una empresa multinacional es más flexible y tiene un mayor potencial de crecimiento.

La creciente globalización crea oportunidades sin precedentes para el crecimiento y el progreso. Sin embargo, aumenta también el riesgo. El principal riesgo es el cambiario, relacionado con la volatilidad de los tipos de cambio. Además existe el riesgo económico y el riesgo político. Ente los puntos negativos de la globalización se encuentran:

- Excesiva volatilidad de precios, sobretudo los tipos de cambio, lo que dificulta la planificación económica a largo plazo.
- Efecto de contagio. Si un país en vías de desarrollo sufre una fuga de capitales, los especuladores internacionales retiran también sus capitales de otras economías emergentes, que no tienen nada que ver con el país afectado.

- Tendencia hacia la deflación. Para mejorar su capacidad de competir, las empresas construyen un exceso de capacidad. Sin embargo, el afán de reducir los costos reduce el poder adquisitivo de los consumidores, lo que genera crisis de sobreproducción (exceso de oferta) y un problema de liquidez.
- Incremento de la desigualdad distributiva. La globalización produce tanto ganadores como perdedores. La brecha se ensancha constantemente, lo que puede provocar un resentimiento por parte de los perdedores e incluso intentos de dar marcha atrás en la globalización.
- Exacerbación de conflictos a nivel regional e internacional. Una lucha sin cuartel por los limitados mercados agudiza los conflictos y puede conducir a guerras (comerciales y militares).

En resumen, el mundo globalizado crea nuevas oportunidades y nuevos peligros. El estudio de las finanzas internacionales no sólo permite entender mejor el mundo en que vivimos, sino también contribuye a mejorar la calidad de las decisiones económicas y financieras que se tomen.

1.2 Importancia y Riesgo del Comercio Internacional.

El comercio internacional tiene una gran importancia en nuestras vidas diarias; nos hemos acostumbrado tanto a disfrutar de diversos productos que vienen de países tan distantes que es fácil olvidar que son el resultado de los complejos vínculos del comercio y de las finanzas internacionales.

Existen dos razones principales por las cuales el comercio internacional ha crecido rápidamente en comparación con la actividad económica en general.

1. Ha ocurrido una liberalización del comercio y de las inversiones a través de las reducciones en las tarifas, en las cuotas, en los controles monetarios y en otros impedimentos para el flujo internacional de bienes y capitales.

2. Ha ocurrido un acercamiento sin precedentes del espacio económico a través de rápidos mejoramientos en las tecnologías de comunicaciones y transportes que además se han observado las reducciones consecuentes en los costos.

Gran parte de la liberalización del comercio ha provenido del desarrollo de las áreas de libre comercio, tal como la de la Unión Europea o el del Tratado de Libre Comercio de América del Norte¹. De manera similar, ha ocurrido un rápido crecimiento del comercio entre los miembros de la Asociación de Naciones del Sudeste de Asia. Con esto, una cantidad cada vez mayor de comercio internacional está ocurriendo dentro de las diversas regiones. El segundo factor que ha contribuido al crecimiento del comercio ha provenido del acercamiento del espacio económico que se ha producido al disponer de un costo más bajo tanto en las comunicaciones como en el transporte. Eso ha dado como resultado una globalización de los mercados y un rápido crecimiento en la actividad financiera internacional.

La principal ventaja del comercio internacional es que ha traído consigo un incremento en la prosperidad al permitir a las naciones especializarse en la producción de los bienes y servicios en cuya elaboración son relativamente eficientes. La eficiencia relativa de un país en la producción de un producto en particular puede describirse en términos de los volúmenes de otros productos alternativos que podrían elaborarse con los mismos insumos. Cuando se consideran de esta manera, las eficiencias relativas se describen como ventajas corporativas.

Todas las naciones pueden beneficiarse de la explotación de sus ventajas comparativas, así como de una producción a mayor escala y de una variedad más amplia de productos, posible gracias al comercio internacional. Sin embargo, ciertos factores dinámicos, más que las capacidades estáticas de producción, desempeñan un papel vital en el éxito del comercio internacional, principalmente al

¹ TLC – Tratado en el que participa México junto con Estados Unidos y Canadá

ofrecer ventajas competitivas. En particular, los países normalmente son exitosos en los productos para los cuales existen compradores dinámicos y altamente exigentes a nivel nacional. Después de lograr el éxito a nivel nacional, las empresas son capaces de triunfar en el extranjero. Un factor adicional que afecta al éxito de en el comercio internacional está dado por la presencia de proveedores y de empresas en industrias de apoyo situadas en las inmediaciones de las empresas exportadoras.

Sin embargo, las ventajas del comercio internacional no se perciben sin sus riesgos inherentes. El riesgo adicional más concreto del comercio internacional comparado con el comercio nacional proviene de la incertidumbre de los tipos de cambio. Las variaciones inesperadas de los tipos de cambio tienen grandes efectos sobre las ventas, los precios y sobre las utilidades de los exportadores y de los importadores. Otro de los riesgos típicos del comercio internacional está dado por el riesgo país. Este incluye al riesgo que corre una empresa de no recibir el pago de sus exportaciones como resultado de una guerra, de una revolución o de otros eventos de naturaleza política o social. El riesgo país, el cual se aplica a la inversión extranjera así como a los créditos concedidos para el comercio, existe porque es difícil usar las vías legales o el embargo de activos cuando el comprador se encuentra en otra jurisdicción política. Otros riesgos adicionales que se derivan de la realización de operaciones de negocios en el extranjero incluyen la incertidumbre acerca de nuevas imposiciones o cambios en las tarifas o cuotas de importación, variaciones posibles en los subsidios de los productores locales y la probable imposición de barreras distintas a las tarifas aduanales.

No obstante, las prácticas han evolucionado y se han desarrollado mercados que ayudan a las empresas a hacer frente a los riesgos adicionales derivados de la realización de operaciones en el extranjero. Por ejemplo; se han diseñado tipos especiales de contratos de cambios extranjeros para capacitar a los importadores y a los exportadores hacia la protección o cobertura cambiaria, las cuales cubren algunos de los riesgos que provienen de las variaciones no anticipadas en los tipos de cambio. Paralelamente se han establecido diversos esquemas de seguros

para los créditos a las exportaciones para ayudar a reducir el riesgo país y se han desarrollado cartas de crédito para reducir otros riesgos provenientes del comercio. También existen instituciones a nivel internacional como nacional que se encargan de regular todas las operaciones financieras incluyendo al comercio internacional, lo que permite supervisar las transacciones que realizan los países, y que se denominan como un sistema financiero que se describe a continuación.

1.3 La empresa multinacional.

Como hemos visto los agentes económicos han comerciado entre sí desde hace mucho tiempo a través de las fronteras nacionales; en este sentido, la empresa orientada hacia el campo internacional no es un fenómeno nuevo. Asimismo, la prosperidad económica de los países siempre ha sido influida por los términos en que intercambian sus bienes y servicios entre ellos. Desde principios del siglo XIX ha existido un activo mercado internacional de capitales.

Debido a que el comercio mundial en bienes y factores productivos siempre ha afectado el bienestar económico de los países, ha surgido un vehículo de la actividad económica internacional como resultado de la internacionalización de las actividades productivas de muchas empresas y de la consiguiente expansión acelerada de la inversión extranjera directa.

Las características distintivas de la inversión extranjera directa son: en primer lugar y usualmente bajo el control de una sola institución, la transferencia internacional de insumos productivos separados pero complementarios, como el capital en acciones, o la tecnología de empresa, los derechos de propiedad y en ocasiones también la transferencia de bienes. En segundo lugar, los recursos que se transfieren entre países no se comercian, sino que sólo pasan de una parte de la empresa que invierte a otra; no interviene ninguna transacción de mercado. Los precios que se cobran pueden diferir de los precios del mercado siempre que,

entre otras cosas, le convenga a la empresa que invierte percibir su ingreso gravable en un país mejor que en otro.

Es así que una empresa multinacional es una empresa que tiene la propiedad o el control de instalaciones productivas como fábricas, minas, cadenas de distribución, oficinas, etc. en más de un país; y que se encuentra controlada financieramente de manera consolidada y su papel económico se expresa por tener todos los recursos bajo su control, incluyendo los de origen local. La diferencia entre una empresa multinacional y una empresa transnacional es que la empresa transnacional sólo participa en el comercio internacional, vendiendo en forma directa su producción elaborada internamente a empresas o personas de otros países; o sólo participa en la propiedad y/o control financiero internacional cuyo capital está bajo la propiedad o el control de agentes económicos de más de una nacionalidad.

La explicación de esta clase de actividad internacional se basa en el comportamiento de mercado y la competencia; una empresa crea intereses en el extranjero para explotar o proteger una ventaja económica particular que tenga sobre sus competidores efectivos o potenciales.² En muchos casos puede explotarse mejor esta ventaja estableciendo una subsidiaria de operación en el extranjero; es así como la competencia, la diversidad de productos y las barreras del comercio internacional explican la existencia de las multinacionales.

La estructura de productos y mercados de las principales empresas multinacionales de la industria manufacturera indica que éstas tienden a concentrarse en industrias oligopólicas³ que ofrecen productos con marcas registradas; esto se advierte especialmente en las industrias con gran avance tecnológico y en aquellas que utilizan procesos de producción poco complicados en relación con los patrones actuales, como ocurre típicamente en la producción de cemento, textiles, tabaco y jabón. Aquí los factores que influyen en la toma de

² S. Hymer, *The Internacional Operation of Nacional Firms: a Study of Direct Investment* (1998); op cit

³ Un oligopolio ocurre en un mercado encontramos un reducido número de empresas que controlan indeterminado sector del mercado o producto, fijando los costos y la producción.

decisiones son las restricciones de las importaciones y/o los altos costos de transporte, y de la economía que posee la compañía inversionista sobre sus competidores locales. En ocasiones, gracias a su delantera inicial como innovadora y exportadora, una empresa extranjera puede conservar su delantera inicial en los mercados locales, en particular cuando es elevado el costo de los competidores nacionales que entran en el mercado. El desarrollo de la tecnología es también una ventaja que puede tener una compañía de este tipo sobre sus competidores.

Una característica particularmente interesante de muchas empresas de este tipo es su inclinación a integrar sus instalaciones de operación en todo el mundo, es decir las diferentes subsidiarias generan una especialización de productos o procesos dentro de la empresa, esto se debe a que la estrategia de operación de cada subsidiaria es determinada por la compañía matriz (que suele encontrarse en el país inversionista) que tiene en mente los intereses mundiales de la empresa, en parte al efecto de tal inversión sobre los flujos del comercio internacional y en parte a que esto representa la mayor oportunidad de estrategias en los precios de transferencia.

1.3.1 La empresa multinacional en un mundo de monedas múltiples.

El crecimiento de la empresa multinacional ha sido uno de los acontecimientos importantes de la economía internacional. Durante varios siglos, algunas empresas establecidas en un país han realizado operaciones de producción y venta en otros países. Sin embargo, lo singular de la inversión extranjera en la actualidad ha sido que las actividades de las empresas de varias partes del mundo se coordinan en ocasiones en forma mucho más estrecha a causa de la mayor velocidad y los menores costos de las comunicaciones y los transportes. Las actividades productivas bajo una sola administración en varios países pueden implicar una mayor integración y estos mismos adelantos han permitido que aumente el alcance del mercado.

El desarrollo de empresas con instalaciones productivas y de ventas en muchos países ha tenido un impacto importante sobre la estabilidad de tasas de cambio y sobre las relaciones existentes entre varios bancos centrales nacionales. Es casi inevitable que estas empresas tengan activos y pasivos financieros, así como líneas de crédito, denominados en las monedas de los países en que tengan una actividad de producción o venta. Varias de las funciones de estas empresas se encuentran localizadas alrededor del mundo. Algunas actividades, incluyendo la planeación a largo plazo y la función de tesorería tienden a estar centralizadas. El área financiera de la empresa se encargará de la administración de la posición de caja de la empresa: la composición monetaria de sus activos y pasivos a corto plazo.

En el curso normal de los negocios, afrontará tasas diferentes para activos y pasivos denominados en las diversas monedas; también puede afrontar expectativas de modificaciones de las tasas de cambio. La gran diversidad de tasas de interés en países diferentes constituye el conjunto de oportunidades abiertas a la empresa. Estas tasas de interés pueden diferir de acuerdo con la moneda de la denominación, reflejando estimaciones acerca del riesgo de la tasa de cambio que se asigne a activos denominados en monedas diferentes y acerca del riesgo político que se atribuya a la conservación de los activos de cierta denominación emitidos en localidades diversas. La empresa comprará las estimaciones que hace el mercado de los riesgos asignados a tipos diferentes de activos con sus propias estimaciones, en esos momentos se puede tomar la decisión de contratar diversos tipos de coberturas financieras.

La ventaja que tiene la empresa con instalaciones de ventas en varios países consiste en que las filiales proporcionan un flujo continuo de información sobre las oportunidades y riesgos existentes en la conservación de fondos denominados en varias monedas, estas transacciones pueden ejecutarse en forma más sencilla, otra de las ventajas es la multiplicidad de conexiones bancarias que tales empresas tienen en las diferentes localidades.

1.4 El Sistema Financiero como regulador de las operaciones financieras.

El sistema financiero es el conjunto de personas y organizaciones, tanto públicas como privadas, por medio de las cuales se captan, administran, regulan y dirigen los recursos financieros que se negocian entre los diversos agentes económicos, dentro del marco de la legislación correspondiente.

El propósito de un sistema financiero es poner en contacto (intermediar) a las instituciones o personas que necesitan dinero (demandantes) y a las instituciones o personas que lo tienen (oferentes), esto es financiamiento; además cumple con la función de ayudar a la circulación eficiente del dinero, esto es el sistema de pagos.

Financiamiento es cuando las organizaciones y personas que cuentan con los recursos financieros los depositan con una institución del sistema financiero y se convierte en ahorro o inversión, lo que le permite a la institución financiera dirigirlo con las personas o empresas que lo necesitan, a esta colocación de la inversión se le llama crédito.

El sistema de pagos involucra el dinero que usamos, el uso de dinero de otros países que circula en México, y también el dinero representado mediante instrumentos como dinero en efectivo, documentos (títulos de crédito) o medios electrónicos.

Las entidades que conforman este sistema se pueden dividir en cuatro grandes sectores:

1. Las instituciones reguladoras.
2. Las instituciones financieras.
3. Las personas y las organizaciones que realizan operaciones con las instituciones financieras.
4. El conjunto de las organizaciones que se pueden considerar como auxiliares, por ejemplo, las asociaciones de bancos o de aseguradoras.

1.4.1 El Sistema Financiero Internacional.

El sistema financiero internacional se compone de todo un sistema bancario internacional, conformado por una compleja red de instituciones bancarias multinacionales que realizan operaciones y tienen sucursales o filiales en varios países y, prácticamente existe un banco central, o alguna otra organización similar en cada país. A su vez, estos bancos centrales están agrupados en lo que podría considerarse una “banca central mundial” denominada *Bank for International Settlements*, o Banco de Pagos Internacionales.

Existe también un sistema bursátil internacional que, al igual que el sistema bancario mundial, está formado por una compleja red de instituciones bursátiles multinacionales, entre las cuales se encuentran las casas de bolsa mexicanas que tienen sucursales en el extranjero, básicamente en los principales centros bursátiles internacionales: Nueva York, Chicago, y Tokio. En este sistema se incluyen los mercados de productos financieros derivados: el incipiente mercado mexicano de derivados y los grandes mercados internacionales (Estados Unidos, Europa y Asia).

Con respecto a lo que en México se considera como actividad auxiliar del crédito, el cambio de divisas, en el ámbito internacional existe un enorme e importantísimo mercado de divisas, también distribuido en todo el mundo y operado, principalmente, por empresas multinacionales dedicadas a esta actividad, al a que se le denomina Forex ⁴.

El mercado de los seguros y las fianzas es también un mercado internacional en la medida en que hay muchas empresas multinacionales participando en él. Todas las demás actividades financieras son más o menos internacionales en la medida en que varias de las empresas que las llevan a cabo en la mayoría de los países son directamente filiales de empresas extranjeras o son empresas nacionales con participación de capital extranjero.

⁴ De Foreign Exchange Market o Mercado de Divisas Extranjeras

Referente a la legislación aplicable al sistema financiero internacional, es un campo tan vasto como la cantidad de operaciones y de países que participan en operaciones internacionales y, entonces, abarcaría todas las legislaciones nacionales de los participantes, junto con la legislación propiamente internacional sobre cada tipo de operaciones, la cual abarca toda clase de tratados financieros entre naciones e incluye, por supuesto, referente a nuestro país, el área correspondiente del Tratado de libre Comercio de América del Norte. Las instituciones supervisoras y reguladoras, son básicamente, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional.

Los principales organismos del sistema financiero internacional son:

Organismos mundiales:

- Banco Mundial
- Fondo Monetario Internacional
- Banco de Pagos Internacionales
- Federación Internacional de Bolsas de Valores

Organismos de Estados Unidos:

- El Consejo de la Reserva Federal
- La Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE)⁵
- Asociación Nacional de Operadores de Valores (NASDAQ)⁶
- Bolsa Comercial de Chicago
- Bolsa Mercantil de Chicago

Organismos Europeos:

- Banco Europeo de Inversión
- Cotizaciones Automatizadas de la Asociación Europea de Operadores de Valores

⁵ New York Stock Exchange por sus siglas en inglés

⁶ National Association of Securities Dealers Automated Quotation

Otras organizaciones:

- Banco Interamericano de Desarrollo (BID)
- Banco de Desarrollo de América del Norte

1.4.2 El Sistema Financiero Mexicano.

El sistema financiero mexicano es el conjunto de personas y organizaciones, tanto públicas como privadas, por medio de las cuales se captan, administran, regulan y dirigen los recursos financieros que se negocian entre los diversos agentes económicos, dentro del marco de la legislación correspondiente, el conjunto de entidades que conforman este sistema se puede dividir en cuatro grandes rubros:

1. Las instituciones reguladoras.
2. Las instituciones financieras, que realizan propiamente las actividades financieras
3. Las personas y las organizaciones que realizan operaciones, en calidad de clientes, con las instituciones financieras.
4. El conjunto de las organizaciones que se pueden considerar como auxiliares, por ejemplo, las asociaciones de bancos o de aseguradoras.

No debe perderse de vista que estos cuatro grupos están contemplados y regulados por la legislación vigente.

El sistema financiero mexicano está integrado por las instituciones y organismos bajo la rectoría de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y en su caso por la supervisión independiente del Banco de México (BANXICO).

Las actividades de regulación y control son efectuadas por instituciones públicas que reglamentan y supervisan las operaciones que se llevan a cabo y por otro lado, definen y ponen en práctica las políticas monetarias y financieras fijadas por el gobierno, todas ellas supervisadas por la SHCP y son:

Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). Supervisa al sector bancario; las organizaciones y actividades auxiliares de crédito y el sector bursátil.

Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF). Supervisa a las instituciones de seguros y fianzas.

Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR). Supervisa al sector financiero de ahorro para el retiro (jubilaciones y pensiones).

Como se ha mencionado anteriormente el sistema financiero mexicano está formado por:

Las instituciones o intermediarios financieros, los activos financieros que se generan y los mercados que operan. De tal forma que los activos que se generan son comprados y vendidos por este conjunto de instituciones e intermediarios en los mercados financieros.

Los intermediarios financieros son un conjunto de instituciones especializadas en la conciliación entre ahorradores e inversores, mediante la compraventa de activos en los mercados financieros.

Los denominados activos financieros (instrumentos financieros) son títulos emitidos por las unidades económicas de gasto, que conforman un medio de mantener riqueza en quienes los poseen y al mismo tiempo un pasivo para quienes lo generan; de tal manera que no contribuye a incrementar la riqueza del país aunque sí a una enorme movilidad de los recursos económicos. Los activos se caracterizan principalmente por los siguientes aspectos: liquidez, riesgo y rentabilidad.

La liquidez se mide por la facilidad y certeza de su realización a corto plazo sin sufrir pérdidas. El riesgo depende de la probabilidad de que, a su vencimiento, el emisor cumpla sin dificultad las cláusulas de amortización. Finalmente, la

rentabilidad se refiere a su capacidad de producir intereses u otros rendimientos (de tipo fiscal, por ejemplo) al adquirente, como pago de su cesión temporal de capacidad de compra y de su asunción, también temporal de un riesgo.

Al alcanzar una posición deudora las operaciones financieras desde el punto de vista del agente económico, queda definido el concepto de pasivo financiero.

Los mercados financieros serán nuestro objeto de estudio en el siguiente capítulo.

1.5 El Fondo Monetario Internacional.

El FMI, en primer lugar tiene como propósito fundamental el establecimiento de sistemas de cambio internacional que sirvan para buscar la estabilidad en las tasas de cambio, es así como el desarrollo del comercio internacional. En segundo lugar, el establecimiento de mecanismos que permitan controlar el sistema cambiario, de forma que los países miembros no adopten sistemas de cambio que presenten ventajas comparativas injustas sobre otros países miembros. En tercer lugar, el FMI busca establecer un sistema de liquidez que permita resolver problemas temporales en las balanzas de pago de los países miembros; y finalmente sirve como un mecanismo de información relativa a los sistemas monetarios internacionales.

Las funciones del FMI están resumidas en el art.1 de su legislación, la cual establece:

- Promover la cooperación monetaria internacional a través de una institución permanente que atienda las consultas y colaboración relativa a problemas monetarios internacionales.
- Facilitar la extensión y crecimiento equilibrado del comercio internacional, y contribuir, a través de ello, a la promoción y mantenimiento de altos niveles de empleo, ingresos reales y el desarrollo de recursos productivos de todos los miembros, como política económica primordial.

- Promover la estabilidad cambiaria y mantener acuerdos cambiarios ordenados entre los miembros y evitar depreciaciones en las tasas cambiarias con fines competitivos.
- Asistir al establecimiento de sistemas multilaterales de pago en relación con la liquidación de transacción corriente entre los miembros cambiarios que pueden afectar el crecimiento del comercio mundial.
- Dar confianza a los miembros a través de la disponibilidad de recursos temporales, como medidas de seguridad y por lo tanto promover a los miembros con oportunidad para corregir desajustes en sus balanzas de pago, sin tener que recurrir a medidas destructivas de su prosperidad nacional e internacional.
- Acortar la duración y grado de desequilibrios en la balanza de pagos internacionales de los miembros.

Reconociendo que el sistema monetario internacional tiene como fin esencial establecer un marco que facilite el intercambio de bienes, servicios y capital entre los países, sirviendo de base a un crecimiento económico sólido, y de fomentar de modo constante las condiciones necesarias para la estabilidad económica y financiera, los países miembros se comprometen a colaborar con el Fondo y entre sí para establecer regímenes de cambios ordenados y promover un sistema estable de tipos de cambio. Todo país miembro, se compromete a:

- Hacer lo posible, teniendo debidamente en cuenta sus circunstancias, para orientar sus políticas económicas y financieras hacia el objetivo de estimular un crecimiento económico ordenado con razonable estabilidad de precios.
- Acrecentar la estabilidad fomentando condiciones fundamentales y ordenadas, tanto económicas como financieras, y un sistema monetario que no tienda a producir perturbaciones erráticas.
- Evitar la manipulación de los tipos de cambio o el sistema monetario internacional para impedir el ajuste de la balanza de pagos u obtener ventajas competitivas desleales frente a otros países miembros.
- Seguir las políticas cambiarias compatibles con las obligaciones a que se refiere el organismo.

CAPÍTULO 2. MERCADOS FINANCIEROS

Generalidades.

Los mercados financieros son un lugar de reunión para los individuos, las corporaciones y las instituciones que necesitan dinero o tienen dinero para prestarlo o para invertir. Los mercados financieros existen como una red global de individuos y de instituciones financieras las cuales pueden ser prestamistas, prestatarios o propietarios de compañías públicas alrededor del mundo. Los participantes de los mercados financieros también incluyen a los gobiernos nacionales, estatales y locales de los cuales son principalmente prestatarios de fondos para la construcción de carreteras, la educación y otras actividades públicas; sus mercados reciben el nombre de mercados financieros públicos. Por otra parte, las grandes corporaciones obtienen fondos a partir de los mercados financieros corporativos.¹

Los mercados financieros se pueden dividir en:

- Mercados de dinero y
- Mercados de capitales

El comercio internacional representa una tendencia en crecimiento que probablemente continuará en el futuro. Las compañías globales se están volviendo más comunes y los nombres de marcas internacionales son conocidos en todo el mundo. El crecimiento de las compañías globales ha conducido al crecimiento de la obtención de fondos globales cuando las empresas buscan fuentes de fondos de bajo precio.

¹ Ejemplo de ello son Coca-Cola, Nike, Nestlé y General Motors.

Las grandes empresas realizan operaciones de negocios en distintos países y solicitan fondos en distintas monedas internacionales. Esta exposición demuestra que la asignación de capital y la búsqueda de fuentes de financiamiento de bajo costo son ahora un juego internacional para las empresas multinacionales.

Vivimos en un mundo donde los sucesos internacionales tienen un impacto sobre las economías de todos los países industriales y donde el capital se desplaza de país a país más rápido de lo que alguna vez fue posible. Las computadoras y el internet interactúan en una vasta red financiera internacional y los mercados son más vulnerables a las emociones de los inversionistas que lo que han sido en el pasado.

2.1 Mercados de dinero.

Los mercados de dinero se refieren a aquellos mercados que tratan con valores a corto plazo y que tienen una vida de un año o menos. Los valores que se negocian en estos mercados pueden incluir al papel comercial que venden las corporaciones para financiar sus operaciones diarias o a los certificados de depósito con vencimientos de menos de un año que venden los bancos.

Son mercados de menudeo o también llamados mercados de ventanilla; y es donde se manejan billetes de moneda extranjera y cheques de viajero. Lo manejan las ventanillas bancarias y las casas de cambio ubicadas en los aeropuertos y lugares turísticos, donde es utilizado por viajeros internacionales. El monto de una transacción promedio es mínimo. La ganancia de los intermediarios en este mercado se deriva del diferencial cambiario, esto es, la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta.

2.2 Mercados de capital.

Los mercados de capitales se definen por lo general como aquellos mercados cuyos valores tienen una vida de más de un año. Aunque los mercados de capitales son mercados a largo plazo, con frecuencia es común dividir los mercados de capitales en mercados intermedios (1 a 10 años) y mercados a largo plazo (más de 10 años). Los mercados de capitales incluyen valores tales como las acciones comunes, las acciones preferentes y los bonos corporativos y del gobierno.

Los mercados de valores incluyen una gran cantidad de instrumentos financieros, los cuales van desde los bonos del gobierno hasta las acciones comunes corporativas. Estos mercados se ven influenciados por variables tales como las tasas de interés, la confianza de los inversionistas, el crecimiento económico, las crisis globales y otros aspectos similares. Todos los eventos tanto nacionales como mundiales tienen un impacto en los mercados de valores del mundo. Las corporaciones acuden a estos mercados internacionales en la búsqueda de fuentes de fondo a corto plazo o de capital a corto plazo. Cuando los mercados están en buenas condiciones el dinero es barato y fácil de encontrar y cuando los mercados funcionan mal es difícil encontrar el dinero y es relativamente costoso.

Los mercados de capital se forman de valores que tienen vencimientos de más de un año. Los valores corporativos más comunes son los bonos, las acciones comunes, las acciones preferentes y los valores convertibles. Estos valores aparecen en el balance general de la empresa bajo el rubro de pasivos y valores a largo plazo. Tomados en forma conjunta, estos valores a largo plazo le dan forma a la estructura de capital de la empresa.

La globalización de los mercados de capital es particularmente importante en el caso de corporaciones multinacionales que usan estos mercados para incrementar su capital para el desarrollo de operaciones tanto nacionales como internacionales.

Dentro de los mercados de capital existen los mercados de valores y de cambios.

2.2.1 Mercados de valores.

Los mercados de valores existen principalmente para ayudar en la asignación de capital entre las entidades familiares, las corporaciones y las unidades gubernamentales con las instituciones financieras actuando como intermediarios. Del mismo modo que las instituciones financieras se especializan en sus servicios y sus inversiones, los mercados de capital también se dividen en muchos subconjuntos funcionales, donde cada mercado específico atiende un cierto tipo de valor. Por ejemplo, las acciones comunes de algunas de las corporaciones más grandes se negocian en la Bolsa de Valores, mientras que los valores del gobierno son comercializados por negociantes de valores del gobierno en los mercados de ventas sobre el mostrador.

Una vez que un valor se vende por primera vez como una oferta original, el valor se negocia en un mercado apropiado entre todos los tipos de inversionistas. Esta actividad comercial se conoce como mercado secundario, puesto que los fondos fluyen entre los inversionistas en lugar de fluir hacia las corporaciones. El mercado secundario proporciona liquidez a los inversionistas y mantiene los precios a un nivel competitivo entre las inversiones de valores alternativas. Es muy importante para el funcionamiento de los mercados financieros.

Los mercados de valores proporcionan liquidez en dos formas. Primero, capacitan a las corporaciones para obtener fondos mediante la venta rápida de nuevas emisiones de valores a precios justos y competitivos. Segundo, permiten que el inversionista que compra los valores los venda con una facilidad y velocidad relativas y que de tal modo convierta un activo de papel en efectivo.

La estructura de los mercados de valores ha cambiado en forma trascendental en los últimos años del siglo XX y en la parte inicial de este siglo, y se espera que continúe evolucionando hacia los mercados electrónicos globales. Estos cambios

incluyen a las fusiones o las alianzas entre las bolsas de valores, a la transformación de bolsas de valores afiliadas en compañías públicas, y la eliminación de las operaciones en el piso de remates de la Bolsa de Valores. Otros cambios tales como la expresión decimal de las cuotas de los precios han tenido un impacto en la eficiencia de los mercados y en su rentabilidad. Muchos de estos cambios están siendo impulsados por la tecnología, la cual está creando una competencia de bajo costo para los mercados tradicionales como las Bolsas de Valores.

Las bolsas de valores. Se denominan bolsas de valores a los mercados organizados en donde se negocian (compran y venden) fundamentalmente activos de renta variable como lo son las acciones. También se negocian bonos de renta fija como los bonos y otras obligaciones, así como otro tipo de valores financieros. Los participantes en la operación de las bolsas, son básicamente los demandantes de capital (las empresas, los organismos), los oferentes de capital (ahorradores, inversionistas) y los intermediarios (corredores, casas de bolsa o comisionistas).

Las bolsas de valores organizadas pueden ser nacionales o regionales dependiendo de su alcance. Las bolsas de valores permiten el mercado en donde el inversionista puede comprar y vender valores en forma rápida y a precios determinados de acuerdo a la oferta y la demanda, cada bolsa de valores tiene una localidad central donde se reúnen todos los compradores y vendedores en un mercado de subastas para celebrar las operaciones, representados por sus intermediarios; este tipo de organizaciones permiten a los inversionistas contar en forma oportuna y veraz con información referente a los valores cotizados y de las empresas emisoras a través de las diversas publicaciones y sistemas electrónicos de información que se generan al instante.

2.2.2 Mercados de cambios.

A medida que ha crecido el mundo industrializado, los mercados de capitales en todo el mundo han aumentado de tamaño e importancia. En la medida que una cantidad mayor de compañías inscriba sus acciones comunes en las bolsas de

valores de todo el mundo, será más fácil que las operaciones bursátiles sean continuas durante las 24 horas del día. Por ejemplo, Chicago Mercantile Exchange², la cual se especializa en metales, en monedas extranjeras y en tasas de interés de contratos futuros, ha instituido un sistema de negociaciones que opera durante todas las horas del día.

El mercado global de divisas es el mercado financiero más grande del mundo, también es conocido como mercado cambiario. Una divisa es la moneda de otro país libremente convertible en el mercado cambiario. El mercado de cambios es el marco organizacional dentro del cual los bancos, las empresas y los individuos compran y venden monedas extranjeras. En otras palabras, el mercado de cambios es el conjunto de mecanismos que facilitan la conversión de monedas; dicho mercado incluye la infraestructura física y las instituciones necesarias para poder negociar en divisas.

Una de sus funciones principales es determinar los precios de diferentes divisas. Sin embargo, la mayoría de las monedas no se cotizan directamente entre sí, sino que todas se cotizan en relación con el dólar norteamericano. El hecho de que el dólar esté en medio de la mayoría de las transacciones en monedas extranjeras implica que el dólar desempeña el papel de una moneda vehicular. En los últimos años el papel del dólar como moneda vehicular en el mercado de divisas se ha debilitado como consecuencia del surgimiento de algunas monedas que se han ido fortaleciendo como el caso del Euro en Europa y el yen japonés en Asia.

El mercado de cambios es descentralizado, continuo y electrónico; ya que es tan dinámico que quienes comercian con divisas necesitan acceso a la información financiera y económica actualizada minuto a minuto.

² La institución más importante en el mundo para este tipo de operaciones.

El mercado de cambios:

1. Permite transferir fondos (o poder adquisitivo) entre países.
2. Proporciona instrumentos y mecanismos para financiar el comercio y las inversiones internacionales.
3. Ofrece facilidades para la administración de riesgos (coberturas) y especulación.

2.3 Tasas de cambio.

La gran mayoría de las transacciones internacionales, ya sean financieras o comerciales, requieren la conversión de una moneda a otra. El precio o la relación entre el valor de una divisa en términos de otra se le denomina tasa o tipo de cambio. Las tasas de cambio son un factor que se modifica constantemente; incluso en el caso de las monedas más cotizadas como el dólar, las tasas de cambio pueden variar varias veces por minuto. Tal fluctuación del valor de la moneda en función de otras, que generalmente es poco predecible, imparte un elemento adicional de incertidumbre a las operaciones que efectúa una empresa. Dicha fluctuación es el análogo internacional de la fluctuación de precios en la economía doméstica, o sea, de la inflación.

La manera más común de cotizar el tipo de cambio es la cantidad de la moneda nacional necesaria para comprar otra moneda. En México, por ejemplo el tipo de cambio (TC) es la cantidad de pesos necesaria para comprar un dólar. $TC = 11.27$ pesos/usd (26 mayo 2006)³

El régimen cambiario es un conjunto de reglas que describen el papel que desempeña el banco central en la determinación de las tasas de cambio. El régimen es fijo si el banco central establece su valor e interviene en el mercado cambiario para mantenerlo. Es flexible o de libre flotación si el banco central no interviene en el mercado cambiario, permitiendo que el nivel del tipo de cambio se

³ Fuente: Bancomer

establezca como consecuencia de del libre juego entre la oferta y la demanda de divisas.

En el régimen de tipo cambiario fijo, existe una fluctuación dentro de una banda de deslizamiento. En cada momento, los límites inferior y superior de la banda de flotación determinan los niveles de tipo de cambio que obligan a intervenir al banco central; por ejemplo, si la moneda nacional se fortalece más de lo previsto al alcanzar el límite inferior o piso de la banda de flotación, el banco central se ve obligado a comprar dólares en el mercado abierto para sacarlos de circulación y así aumentar la demanda de divisas. En el caso contrario si el dólar toca el límite superior o techo, obliga al banco central a venderlos poniéndolos en circulación, y así que una mayor oferta para no permita que su valor aumente más de la cuenta. Si el tipo de cambio se mantiene dentro de la banda, la autoridad monetaria no interviene y el tipo de cambio en un día concreto depende de la oferta y la demanda. La pendiente de la banda de flotación se determina con base en la paridad del poder de compra, pero no en la inflación histórica sino en la inflación esperada (o planeada) en los países.

Lo esencial en el tipo de cambio fijo es la intervención obligatoria del banco central para lograr algún nivel objetivo del tipo de cambio. El tipo de cambio de libre flotación no excluye la posibilidad de intervención del banco central.

El objetivo de controlar el tipo de cambio es disponer de un mayor margen de maniobra en la política macroeconómica. Para la mayoría de los países, el tipo de cambio es el precio más importante en la economía; de ahí el interés por controlarlo.

La política en México es la flotación libre, pero el Banco de México interviene en el mercado cambiario de manera transparente, de acuerdo a reglas debidamente publicadas. El objetivo de la intervención no es llegar a algún nivel de tipo de cambio objetivo, sino mitigar las variaciones exageradas de la paridad de la moneda nacional en el corto plazo.

Ningún régimen cambiario funciona adecuadamente si no está debidamente acompañado por políticas fiscales y monetarias responsables y prudentes.

2.3.1 Factores que influyen en los tipos de cambio.

El actual sistema monetario internacional consiste en una mezcla de libre flotación de tipos de cambio y de tasa fijas. En tales circunstancias un mercado de tipos de cambio entre dos monedas es determinado por un la demanda para esas monedas. Esa actividad, sin embargo, está sujeta a la intervención de los bancos centrales de muchos países. Los factores que tienden a incrementar el suministro o disminución del programa de demanda dado a las monedas, bajará el valor de esa moneda en los mercados de divisas. De modo parecido los factores que tienden a disminuir el suministro o incrementar la demanda para una moneda elevarán el valor de esa moneda. Ya que las fluctuaciones en valores de moneda resulta en el riesgo de dividas extranjeras, es importante comprender los factores que causan estos cambios en los valores de estas monedas. Aunque el valor de la moneda es determinado por la oferta y la demanda agregadas para cada moneda, esto solo no ayuda a predecir los cambios en las tasas de cambio. Los factores fundamentales tales como la inflación, tasas de interés, balanza de pagos y políticas gubernamentales son bastante importantes para explicar las fluctuaciones a corto y a largo plazo del valor de la moneda.

Inflación La paridad entre los poderes de compra de dos monedas establece la tasa de cambio entre ellas. La tasa de cambio de la moneda tiende a variar inversamente en relación con su poder de compra respectivo para mantener el mismo o similar poder de compra en cada país⁴. Cuando la tasa de inflación diferencial entre dos países cambia, la tasa de cambio también se ajusta para corresponder al poder de compra relativo de esos países.

⁴ A esto se le llama teoría de la paridad del poder de compra.

Tasas de interés. Otra variable económica que tiene una influencia significativa sobre las tasas de cambio son las tasas de interés. La inversión en flujos de capital con el fin de mejorar el rendimiento es para dar un nivel de riesgo. Este flujo de capital a corto plazo entre los mercados de dinero ocurre porque el inversionista busca equilibrio a través de las operaciones de las compras y las ventas. Las tasas de interés y las tasas de cambio se ajustan hasta que el mercado de divisas y el mercado de dinero llegan a equilibrarse.

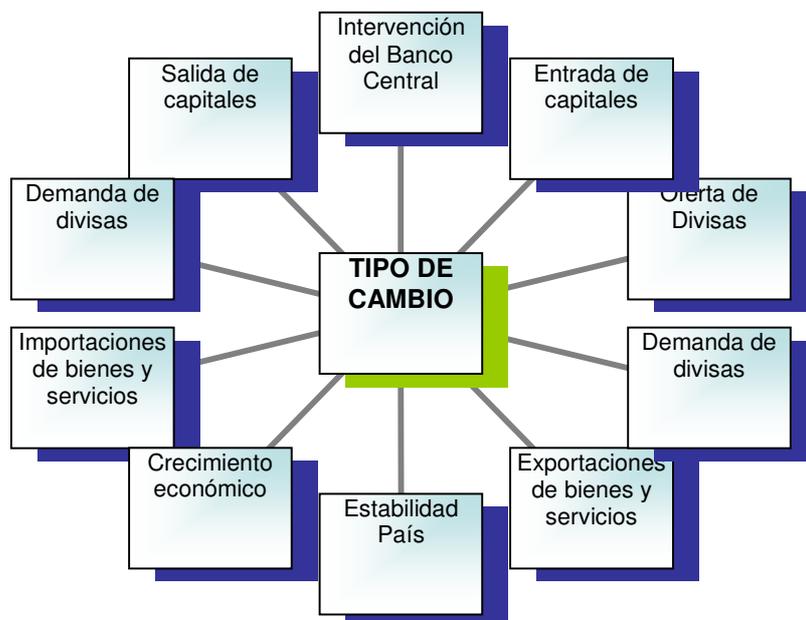
Balanza de pagos. El término balanza de pagos se refiere a un sistema de cuentas gubernamentales que cataloga en flujo de las transacciones económicas entre los residentes de un país y los residentes de otros países. La balanza de pagos se parece al estado de cambios en la situación financiera de una empresa, también incluye un apartado de exportaciones e importaciones de los países y el flujo de capital y de valores. Cuando un país vende (exporta) más mercancías y servicios que los países extranjeros, entonces sus compras (importaciones) tendrán un superávit en la balanza comercial. El déficit continuo en la balanza de pagos se espera que deprima el valor de una moneda porque tal déficit incrementa la oferta de la moneda en relación con la demanda.

Políticas gubernamentales. Un gobierno nacional puede, a través de su banco central, intervenir en el mercado de divisas, comprando y vendiendo monedas como ve que corresponde para soportar el valor de la moneda en relación con otras. Algunas veces unos países pueden, de manera deliberada, seguir una política de mantenimiento de sobrevaluación de su moneda con el fin de promocionar exportaciones baratas. En algunos países los valores de sus monedas son fijados por decreto gubernamental. Aún en algunos países de libre mercado, los bancos centrales fijan las tasas de cambio, sujetos a una revisión y ajustes periódicos. Algunas naciones afectan la tasa de cambio extranjera de manera indirecta por la restricción de flujos de fondos dentro y fuera del país. Las políticas monetaria y fiscal también afectan el valor de la moneda en los mercados de cambio extranjeros. Por ejemplo, la política monetaria expansiva y un excesivo

gasto gubernamental son las causas primarias de la inflación y el continuo uso de tales políticas finalmente reduce el valor de las monedas de los países.

Otros factores. Un mercado de valores marcado y extendido produce en un país atracción de inversiones de capital de otros países, así se crea una enorme demanda por extranjeros para la moneda de su país. Esta demanda incrementada se espera que aumente el valor de su moneda. De modo parecido una caída significativa de demanda de las exportaciones mundiales principales de un país se espera resulte en la correspondiente baja del valor de su moneda. Una política confusa en un país frecuentemente deriva en salidas de capital del país dentro de países estables. Un éxodo masivo de capital, debido al temor de un riesgo político o conflicto, socava el valor de la moneda del país en el mercado de divisas. También, las extendidas huelgas laborales que pueden aparecer debilitando las economías de las naciones deprimirán el valor de su moneda.

Diagrama 2. Factores fundamentales que determinan el tipo de cambio.



2.3.2 Clasificación de los tipos de cambio.

Existen dos tipos de cambio de manera simultánea para las monedas más importantes: la tasa spot y la tasa forward. La tasa spot para una moneda es la tasa de cambio a la cual la moneda es negociada por entrega inmediata. El mercado de divisas para entregas futuras es llamado transacciones de mercado forward, cuando la tasa de cambio se establece para una entrega futura es una tasa forward. La tasa forward de una moneda es ligeramente diferente de la tasa spot prevaleciente en el tiempo. Ya que la tasa forward se negocia a tiempo futuro se espera respecto al valor futuro de una moneda que se refleje en la tasa forward. Las tasa forward pueden ser mayores que las tasas spot (prima) o menor que la tasa spot actual (descuento).

2.4 Devaluación.

La devaluación de la moneda nacional es un incremento del precio de otra moneda extranjera en términos de la moneda local, por lo que significa un debilitamiento de la moneda nacional frente a la extranjera. La devaluación es determinada por las autoridades monetarias como resultado de las fuerzas de mercado; en algunas ocasiones es más una decisión política, ya que el objetivo de las autoridades es lograr el equilibrio interno y externo mediante un crecimiento económico alto y sostenido; por lo que cualquier error en las decisiones se refleja de inmediato en la depreciación de la moneda nacional, lo que conduce a la toma de medidas correctivas.

La devaluación puede ser un instrumento eficaz en la política económica, pero tiene algunas salvedades:

- Tiene que ser controlada para evitar el pánico y el ajuste excesivo del tipo de cambio.

- Debe ser bien explicada en el ámbito internacional y coordinada con el FMI para que los socios comerciales no la tomen como una devaluación competitiva o riesgo.
- La devaluación debe generar un avaluación del tipo de cambio en términos reales e ir acompañada de políticas fiscales y monetarias congruentes.

Para poder controlar la devaluación es necesario llevarla a cabo cuando todavía existen reservas internacionales; la devaluación no es popular políticamente y es muy natural que las autoridades traten de aplazarla hasta el último momento; sin embargo llevarla hasta el límite sostenible esperando que las dificultades se resuelvan por sí solas puede generar una situación bastante crítica y provocar pánico financiero.

La posibilidad de cambios en la tasa de cambio de la moneda del país afecta a la totalidad de las empresas que efectúan operaciones financieras o comerciales con el exterior, el efecto es directo e inmediato; en el caso de las empresas que no tienen estas operaciones, el efecto es indirecto, por medio de sus relaciones con las empresas afectadas, mediante su operación en el mercado de insumos y productos en los que aquellas empresas compiten o suministran, por medio de la actitud de sus proveedores o clientes, y mediante la reducción en la actividad económica y la inflación, que, generalmente acompañan a la devaluación.

La incertidumbre cambiaria, tiene efectos significativos como los siguientes:

- a) Reducción en la actividad económica.
- b) Reducción en las ventas de la empresa, con el consecuente impacto negativo, mediante las cargas fijas que permanecen, sobre la rentabilidad.
- c) Aumento en los costos de operación, al requerir más recursos para afrontar el desconocimiento de lo que pasará.
- d) Desequilibrios en los mercados financieros y de insumos.
- e) Falta de insumos críticos que perturban el proceso productivo.
- f) Aumento en los requerimientos financieros.
- g) Introducción de ineficiencias en la operación.

Adicionalmente, la devaluación misma tiene otras consecuencias significativas a saber:

- a) Aumento en el costo de los insumos importados, de los insumos nacionales con componentes importado y de los insumos netamente nacionales que compiten con los anteriores.
- b) Reducción en el crédito de proveedores externos.
- c) Necesidad de buscar fuentes alternativas de insumos, con peor relación calidad/precio.
- d) Aumento temporal en las disponibilidades de moneda local en el mercado financiero, consumido en gran parte por el gobierno.
- e) Aumento en el costo de la deuda en moneda extranjera.
- f) Inflación.

La inflación que generalmente precede a una devaluación, en caso de que ésta ocurra por desequilibrios de tipo económico, o de la que se produce cuando la devaluación tiene connotaciones de incertidumbre política, también tiene consecuencias de importancia sobre la posición financiera de la empresa. Diferentes países siguen reglas distintas en lo que respecta a regímenes cambiarios, el grado de apertura, su política económica y la supervisión internacional. Una de las características en los mercados financieros internacionales es la volatilidad o inestabilidad de los tipos de cambio; por ello el pronóstico de los tipos de cambio futuros es muy difícil y surge la necesidad de administrar el riesgo cambiario.

CAPÍTULO 3. EXPOSICIÓN Y RIESGO CAMBIARIOS

1.1 Riesgo y exposición cambiaria.

Cuando las partes involucradas con una operación comercial son localizadas en el mismo país, la operación se denomina divisa simple. Inevitablemente las transacciones involucran más que una divisa porque las partes son residentes de diferentes países. Debido a que muchos valores de monedas extranjeras fluctúan de tiempo en tiempo, el valor monetario de una operación internacional es medido en cualquiera de las monedas del vendedor o del comprador y es probable que cambie cuando el pago esté retrasado. Como un resultado el vendedor puede recibir menos ingresos de los que esperaba o el comprador puede tener un mayor pago que el que esperaba por sus mercancías. Así el término riesgo cambiario se refiere a la posibilidad de una caída de los ingresos o un incremento en el costo de una operación internacional debido a una fluctuación en la tasa de cambio. Importadores, exportadores, inversionistas y empresas multinacionales están expuestos al riesgo cambiario.

El riesgo cambiario de una empresa multinacional está dividido en: riesgo contable o por conversión, riesgo de operación o económico y riesgo de transacción.

Una de las partes más importantes del análisis financiero en las empresas multinacionales es determinar la exposición de la empresa al riesgo cambiario que es el efecto que la devaluación pasada tuvo y que la eventual devaluación futura tendrá sobre la situación financiera de la empresa; una vez determinada la exposición cambiaria es importante determinar la capacidad que tiene la empresa para contrarrestar el impacto negativo de la devaluación o para aprovechar sus aspectos favorables.

No es suficiente con saber que la empresa es afectada favorable o desfavorablemente por una devaluación, sino que además se requiere determinar su capacidad de reacción. La peor capacidad de reacción la tendrán aquellas empresas que:

- Tengan grandes deudas en moneda extranjera, no compensadas por activos fijos revalorizables.
- Requieran insumos importados no sustituibles por insumos domésticos.
- No tengan flexibilidad en el suministro de insumos.
- Produzcan para el mercado local productos no exportables.
- Tengan precios controlados.
- Vendan productos cuya demanda sea muy sensible al precio.
- Tengan altos costos fijos no eliminables.
- Tengan pequeños márgenes de ganancias.
- Tengan deudas a tasas variables.
- Tengan un proceso productivo relativamente inflexible en cuanto a los productos que puede producir.
- Tengan acceso restringido a los mercados financieros, particularmente aquellos donde efectúan sus compras de insumos y equipos.
- Produzcan productos en declinación.
- Tengan competidores fuertes que produzcan con insumos internos.

3.2 Exposición de transacción.

Además de la exposición presente al riesgo cambiario, es necesario considerar la exposición futura, resultado de los compromisos que la empresa haya adquirido o que necesite adquirir para su operación, que incluya moneda extranjera y cuyo vencimiento pueda generarse después de que presenten fluctuaciones cambiarias; este tipo de exposición genera cambios en los flujos de efectivo como resultado de las obligaciones contractuales existentes.

La exposición de transacción es generada principalmente por: la compra o venta a crédito de bienes o servicios cuyos precios están basados en monedas extranjeras; por préstamos cuyo pago se tiene que efectuar en moneda extranjera y por la adquisición de activos o generación de pasivos denominados en monedas extranjeras.

3.3 Exposición económica u operativa.

A la exposición operativa, también se le conoce como exposición económica, competitiva o de estrategia, ya que mide el cambio en el valor presente de los recursos de la empresa como resultado de cualquier cambio en las operaciones futuras, incluyendo flujos de efectivo, causadas por un cambio inesperado en los tipos de cambio. El cambio del valor presente depende del efecto sobre los efectos cambiarios en futuros volúmenes de venta, precios o costos; por lo tanto, el nivel de análisis de la exposición al riesgo cambiario más completo debe no solamente considerar el efecto inicial de la devaluación, por medio del cambio en el precio y valor de los recursos, sino además contener un análisis de los mercados en que opera la empresa y de las características de sus participantes, en que se incluya la reacción de competidores, cliente y proveedores y de las acciones que tomará la empresa para reaccionar ante todos estos cambios.

Las ganancias y pérdidas por la tasa de cambio resultante de las operaciones internacionales que reflejan el riesgo por operación, se muestran en el estado de resultados del periodo actual. El efecto total de la devaluación puede apreciarse por medio del análisis de los estados financieros proyectados.

Tanto la exposición de transacción como de operación son generadas por cambios inesperados en los flujos de efectivo futuros; la diferencia es que en la exposición de transacción afecta los flujos de efectivo preexistentes que serán efectivos en un futuro cercano, y en la exposición operativa se enfoca en los flujos de efectivo que

en el futuro pudieran ser potencialmente afectados y causar efectos dentro de la competitividad internacional.

3.4 Exposición contable o de conversión.

Dentro de la exposición contable también conocida como de conversión, los activos y pasivos de una MNC¹, los cuales están valuados en unidades de monedas extranjeras, están expuestos a perder o ganar debido a las tasas de cambio, este impacto se genera por la necesidad de “traducir” o convertir los estados financieros en moneda extranjera de sus afiliadas a una sola moneda para preparar estados financieros consolidados a nivel mundial.. El monto de la pérdida o la ganancia que resulta de esta forma de riesgo y su tratamiento dependen de las reglas contables establecidas por cada compañía.

Aunque el propósito principal de la conversión es preparar los estados financieros consolidados; la conversión de los estados financieros también es utilizada por la administración de las empresas trasnacionales para analizar el funcionamiento de sus afiliadas extranjeras. Aunque dicho análisis es mucho más óptimo cuando se realiza en moneda local, la conversión de los estados financieros de las afiliadas de la empresa dentro de un común denominador, en este caso una sola moneda, facilita el análisis comparativo a la administración. El riesgo de la exposición contable es potencial ya que cualquier variación de las tasas de cambio entre una conversión y otra genera un efecto en el resultado.

Esta exposición es el resultado de los pasivos denominados en determinada moneda extranjera menos los activos valuados en esa misma moneda. La cobertura para este tipo de exposición de acuerdo a las normas de contabilidad debe hacerse al valor de mercado mes a mes y la variación por el cambio de valor debe reflejarse en el estado de resultados.

¹ Corporación Multinacional por sus siglas en inglés

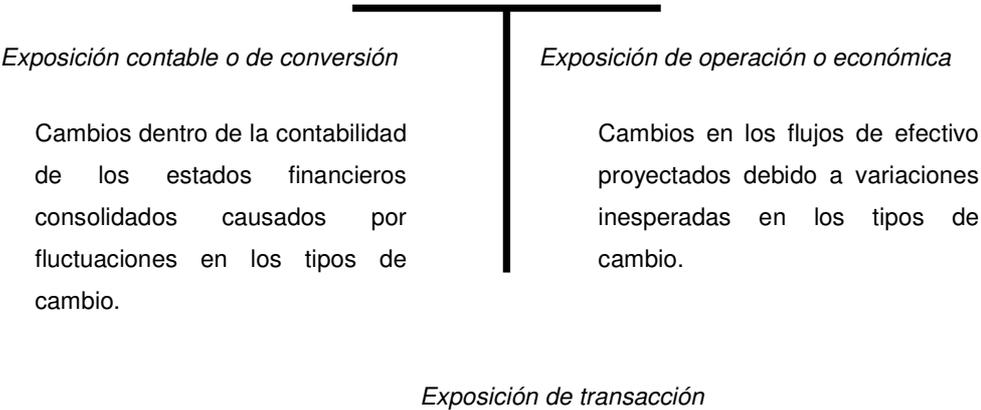
La exposición contable de la empresa trata de determinar el cambio que se producirá en la posición financiera al ocurrir la devaluación.

Las empresas multinacionales poseen una gran cantidad de flujos de efectivo que son sensibles a cambios en los tipos de cambio, tasas de interés y precios de compra. Estos riesgos financieros son sujetos del campo de la administración del riesgo de estas grandes corporaciones que incluyen las coberturas cambiarias.

En general, si se espera que las tasas de cambio se muevan en contra de las empresas, el instrumento derivado contratado deberá ser aquel que por su naturaleza permita fijar o pactar la tasa como el caso de los contratos forward.

Cuadro 1. Comparación conceptual de los diferentes tipos de exposición cambiaria

Momento en el tiempo en el cual el tipo de cambio sufre variaciones



Impacto por reconocer obligaciones registradas antes de una variación en tasas de cambio pero cuya fecha de vencimiento se da después de algún cambio en dichas tasas.



CAPÍTULO 4. INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS

4.1 Historia de los instrumentos derivados.

Es muy difícil determinar cuando se inició el comercio entre las regiones del mundo, pero se sabe que los comerciantes tardaron siglos en organizarse y establecer acuerdos entre sí para facilitar su administración. De la misma manera, es complicado estimar con certeza absoluta cuándo surgieron los primeros productos derivados; algunos afirman que fue en 1836 al crearse el lugar de intercambio de mercancía de San Luis Missouri y otros más que apuntan a 1844 en Búfalo, Nueva York al fundarse el lugar de intercambio de maíz. Pero la característica de estos dos mercados era que el pago se realizaba en efectivo. El estudio del origen exacto del establecimiento de Bolsas de Derivados permite establecer que fue en 1848 en Chicago, Illinois, donde se celebraron las primeras juntas informales para formar una asociación. El 3 de abril de 1848 tuvo lugar la primera junta formal de lo que con el tiempo llegó a ser el centro de intercambio de futuros de mercancías (commodities) más grande del mundo; la junta de intercambio de Chicago¹.

El CBT adquirió fama muy pronto en Estados Unidos como un centro organizado de intercambio de mercancías y granos. Se manejaba como inventarios de mercancía disponibles en ese momento o como los que en el futuro se cosecharían. El siguiente paso fue hacer contratos hacia el futuro llamados forwards. El primero de ellos fue registrado el 13 de marzo de 1851. Estos instrumentos se utilizaban inicialmente como garantías colaterales de préstamos, pero debido a la guerra civil de Estados Unidos, las fluctuaciones de los precios eran sumamente inestables y generaban mucha especulación, por lo que un contrato podía ser intercambiado varias veces antes de llegar al usuario final que lo procesaría o consumiría.

¹ CBT, por sus siglas en inglés

Fue hasta el 13 de octubre de 1865 cuando los contratos de futuros se formalizaron. Los primeros años fueron de confusión legal, ya que hubo varios intentos para declararlos equivalentes al juego, pero dichos intentos fracasaron, y fue hasta mediados de 1920 cuando las propuestas de leyes pasaron de actividades prohibidas a ser consideradas actividades por regularse. No obstante estas dificultades legales, en 1885 ya se recibían órdenes de compra o venta de diversas partes del mundo.

Hacia 1851, en Nueva York ya se había formado la junta de intercambio de algodón, la cual se asoció con la de Liverpool (GB) y después con la de Nueva Orleans. Posteriormente siguieron incorporándose otros productos básicos, como huevo, mantequilla, etc. Para organizar mejor la junta de intercambio de Chicago en 1919 se crearon reglas para los futuros y una nueva organización nació: Intercambio Mercantil de Chicago (CME)²

Durante su historia, el mercado de futuros y productos derivados ha sido marcado por eventos extraordinarios en el entorno mundial. Ciertos acontecimientos fueron cruciales en la evolución del nuevo mercado. Uno de los más importantes sucedió el 1 de julio de 1945 en un pueblecito ubicado en las montañas de New Hampshire: el Tratado de Bretton Woods, firmado por el presidente Truman y los representantes de la mayoría de las naciones de Europa occidental. Dicho tratado estableció una estrecha banda de fluctuaciones entre las divisas europeas y el dólar estadounidense.

La economía mundial entró en los años setenta en una época de fluctuaciones de precios, riesgo e incertidumbre. Uno de los eventos principales en esta década fue la organización del International Monetary Market (IMM) por parte del CME que constituyó un paso en la valuación de los tipos de cambio de las monedas hasta entonces establecido por los bancos. Se buscó adicionalmente cubrir los segmentos del mercado, actividad que los bancos no efectuaban y se estandarizaron los contratos de futuros para facilitar la entrada de inversionistas.

² The Chicago Mercantile Exchange

Los contratos de futuros fueron establecidos en el CME en 1972 y para 1973 se creó el Chicago Board Options Exchange (CBOE) para facilitar el intercambio de opciones en acciones seleccionadas. Se iniciaron operaciones de contratos de divisas el 16 de mayo de 1972, listándose ocho contratos de futuros sobre divisas extranjeras: libras esterlinas, dólares canadienses, marcos alemanes, florines holandeses, francos franceses, yenes japoneses, pesos mexicanos y francos suizos.

Los beneficios económicos de la transferencia de riesgo y el descubrimiento de precios, que era parte esencial de los futuros, por primera vez estuvieron disponibles para la gente ajena al sector agrícola. La compraventa de la nueva bolsa comenzó cautelosamente, sin embargo, el volumen adquirió impulso y aumentó de 144,928 contratos negociados en 1972 a casi 30 millones de contratos de futuros sobre divisas negociados en 1994.

Los corredores del mundo pronto se darían cuenta que los contratos sobre divisas se convertirían en un auxiliar importante, así como en una alternativa para el mercado interbancario mundial. Este mercado ofrecía a los administradores de dinero e intermediarios de divisas extranjeras una avenida para transferir sus riesgos inherentes al mundo especulativo. Todo esto representó un nuevo mecanismo que surgió de la necesidad y posteriormente, se volvió obligatorio como respuesta a la nueva era financiera que se había iniciado.

Los futuros financieros fueron parte angular de esta nueva era financiera; fueron los primeros instrumentos de manejo de riesgo sobre una base amplia, que dieron comienzo a la era de los futuros financieros. Esta innovación fijó el camino de gran parte de lo que ha ocurrido en los mercados mundiales de capital.

Asimismo, se estableció la necesidad de nuevas herramientas para el manejo de riesgo que respondieran a la administración del dinero institucional e indujeran a la introducción del manejo de riesgos como un régimen. A partir de entonces las fuerzas evolutivas de las finanzas, los mercados internacionales y las economías

mundiales transformaron estas herramientas relativamente formativas al tipo actual de derivados complejos.

Actualmente las transacciones mundiales son impresionantes: 1,400 millones de contratos negociados, de los cuales los contratos de futuros con base en tasas de interés representan la categoría más grande con el 52% del volumen total de las negociaciones; en total existen 130 contratos en 41 bolsas de futuros internacionales denominados en 77 divisas³.

4.2 Historia de los instrumentos derivados en México.

Si se analiza la evolución de las operaciones cambiarias en nuestro país de 1920 a la fecha, encontraremos que se han suscitado diversos cambios, de los cuales los más relevantes son la paridad cambiaria, en el comercio exterior y en las reservas monetarias.

México se encontró en el transcurso del siglo XX con una definición de gobierno (1920-1940) y posteriormente con una industrialización nacionalista (1940-1976), la cuál sólo provocó que el comercio con el exterior fuera de productos básicos. Debido a esa característica el país no estaba acostumbrado al manejo de monedas de otros países, así como con sus paridades cambiarias; además las reservas monetarias que poseía el Banco de México eran suficientes para el desarrollo del país.

Con la entrada de México al GATT⁴ en los años ochenta, la economía cambió: de estar basada en el petróleo a ser exportadora de productos no petroleros. Esto se debió a problemas mundiales del precio del petróleo que se iniciaron en 1971. Durante esos diez años el país quiso ser exportador, pero no tenía la infraestructura para ello. El cambio generado en la política de comercio exterior y

³ Según estadísticas reportadas por la US Futures Industry Association

⁴ Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y de Comercio (General Agreements on Tariffs and Trade)

su industria fue muy acelerado, y esto contribuyó a que la gente iniciara su rápido aprendizaje en el manejo de diversas monedas.

En los años ochenta el país siguió fortaleciendo su estructura exportadora no petrolera, pero la crisis de la deuda externa aceleró los tipos de cambio y las tasas de interés. Este crecimiento sólo pudo ser controlado a través de un Pacto Económico de los sectores productivos del país y un cambio en la política de contener la devaluación con mayores tasas de interés para poder reactivar la economía. Durante los años noventa, México inició un tratado de libre comercio con estados Unidos y Canadá, también firmó tratados con varios países de Centro y Sudamérica.

Para cumplir con estándares internacionales de intercambio de monedas, México se sujeta a diversas reglas como las siguientes: Si los países con los que sostiene intercambio comercial tienen los mismos horarios de operación bancaria, entonces las operaciones de compraventa de moneda son las 24 horas, es decir, en ese tiempo queda liquidada la transacción⁵; pero si esos países tienen diferente horario bancario como Asia, Europa o África, entonces se toman 48 horas⁶ para que las operaciones queden establecidas.

La introducción de nuevos instrumentos financieros en México es un factor fundamental que debe considerarse en el contexto de la modernización del sistema financiero. Entre los instrumentos derivados, se encuentran los forwards, opciones, futuros y swaps. Estos instrumentos han registrado un importante crecimiento en los mercados internacionales. Su desarrollo se debe principalmente a la importancia de algunas funciones que dicho mercado desempeña, como la transferencia del riesgo y la reducción de los costos de operación.

⁵ También se le denomina valor mañana

⁶ Denominado spot

En México los futuros inician junto con las divisas fuertes en 1972 y dejan de operar en 1985 debido a las restricciones del Banco de México, impuestas por el control de cambios en 1982, Para el 1994 el CME vuelve a solicitar la introducción para operar los futuros del peso mexicano y para el 20 de marzo de ese año el Banco de México levanta la restricción para entrega física de pesos en la operación de futuros.

El manejo de estos y otros instrumentos, permitirán al mercado mexicano consolidar su posición en el contexto financiero internacional. A la fecha, las casas de bolsa han distribuido una serie de documentos generados por los organismos promotores del proyecto, que señalan el avance que se tiene en todos los sentidos.

México está inmerso actualmente en un proceso de globalización de su economía. Esto trae consigo la necesidad de asimilar los instrumentos que se usarán para disminuir costos financieros y competir a nivel mundial.

4.3 Instrumentos financieros derivados.

Un instrumento derivado es un instrumento financiero cuyo rendimiento o valor se deriva o depende del valor de algún activo subyacente tales como mercancías básicas o commodities, acciones, índices de acciones, tasas de interés o divisas. En nuestro caso, dicho activo es una divisa y su valor es el tipo de cambio. El valor de los contratos derivados en divisas también depende de las tasas de interés entre las dos monedas. Los instrumentos derivados financieros transfieren el riesgo más no lo eliminan.

Existen diversas razones para utilizar instrumentos derivados; básicamente son herramientas para cambiar la exposición de riesgo de la empresa, pero también figuran disminuir los costos financieros, administrar activos, complementar el mercado a inversionistas, obtener ventajas fiscales, etc.

Los instrumentos derivados ayudan a administrar el riesgo; un aspecto central de las finanzas es que el riesgo es indeseable. Entre los riesgos se encuentran el cambiario, el cual se elimina, ya que al utilizarlo se crea un límite máximo y mínimo de fluctuación cambiaria respecto a otra moneda. El uso creativo de los instrumentos derivados también ayuda a reducir el costo de la deuda, ya que se puede tomar ventaja de bajas tasas de interés para asegurar futuras contrataciones de deuda.

En la administración de activos, los instrumentos derivados ayudan a bajar los costos de estos bienes, al asegurar un precio o un suministro futuro sin hacer desembolsos en el momento. Además, los instrumentos derivados generan oportunidades de inversión en cualquier mercado del mundo con costo y riesgos para cada tipo de inversionista. En algunas ocasiones también se desarrollan inversiones para lograr una ventaja fiscal, al pagar menos impuestos, aprovechando las diferentes regulaciones fiscales de los países.

En otras circunstancias los instrumentos derivados se utilizan para especular, ya sea con los índices de las bolsas, o con los tipos de cambio de diferentes monedas. En general, los instrumentos derivados proveen una función muy útil para reducir la incertidumbre de los precios, lo cual tiene un impacto muy favorable en las economías, porque ayudan a incrementar las producciones, manteniendo los costos de los insumos bajos. Es importante no olvidar el riesgo inherente a cada instrumento derivado y cuantificarlo, para que al tomar decisiones se pueda proveer y manejar.

4.3.1 Tipos de riesgo de los instrumentos derivados.

Los diversos riesgos en los que puede incurrirse al utilizar los instrumentos derivados son⁷:

⁷ Con base en la clasificación hecha por Federal Banking Agencies

Riesgo de crédito compartido. Es el riesgo de perder, en caso de que la contraparte no pueda realizar lo convenido en el contrato.

Riesgo de mercado. Es el riesgo de disminuir el valor del contrato por movimientos adversos en el precio, índice, tasa de interés del instrumento base del contrato. Generalmente es similar al instrumento base del contrato que se paga en efectivo.

Riesgo de liquidación. Se presenta cuando la probabilidad de perder aumenta, debido a que la institución paga o entrega los bienes antes de que la contraparte cumpla con su compromiso.

Riesgo de operación. Situación que se da cuando el instrumento derivado puede resultar en una pérdida inesperada debido a un control interno inadecuado, un error de procedimiento o error humano, falla en el sistema o fraude.

Riesgo de liquidez del mercado. Incertidumbre o riesgo de no poder vender o reemplazar rápidamente, o muy cerca de su valor fundamental, el activo fundamental el activo financiero base del contrato negociable.

Riesgo legal. Riesgo que se tiene cuando una de las partes del contrato no puede tener el poder para contratar ciertos tipos de instrumentos derivados, por lo que se puede considerar ilegal.

Riesgo de interconexión. Riesgo resultante de intercambiar posiciones de un instrumento con otras posiciones, ya sea en los productos derivados o en el valor de mercado del bien base del contrato. Algunas veces incluye el cruce de mercados o países. Es un elemento básico del riesgo sistemático y se presenta cuando la interrupción del contrato por alguna de las partes causa dificultades a través de los mercados financieros.

Riesgo sistemático. Este riesgo resulta cuando la interrupción del contrato por alguna de las partes causa dificultades a través de los mercados financieros. Ya que el riesgo es mayor en tanto la inversión sea altamente especulativa, sin embargo, el uso prudente de instrumentos registrados en el balance, agrega un componente muy atractivo a la administración del riesgo tanto del cliente como del mismo banco.

Los instrumentos derivados generan un riesgo durante su operación, el cual debe ser tomado en cuenta por los usuarios de los estados financieros. Es muy importante que las empresas usuarias de instrumentos derivados distingan entre los instrumentos usados con propósitos de negociación o lucro y los que tienen otra finalidad como la cobertura de riesgo. En los instrumentos derivados usados para tener una ganancia se debe desglosar el valor promedio y final de los mismos, así como las pérdidas o ganancias generadas durante el periodo, mencionando por separado el tipo de actividad del negocio, el riesgo y cualquier otra categoría. Por otra parte, en los instrumentos derivados usados como cobertura se debe mencionar el activo o pasivo que se cubre y reflejarlo en el balance general. Las pérdidas o ganancias generadas se registran en el estado de resultados. Los instrumentos financieros derivados se usan también para dar cobertura contra cambios en tasas de interés y otro tipo de riesgos.

De manera que no sorprende, las empresas están generalmente buscando formas de reducir su riesgo, y cuando lo reducen mediante el uso de instrumentos derivados se dice que está haciendo uso de una cobertura financiera o cobertura de riesgo, que compensa el riesgo de la empresa, así como el riesgo de una o más transacciones de los mercados financieros.

4.4 Coberturas de riesgo y exposición cambiarios.

Los instrumentos financieros derivados comúnmente utilizados en el mercado de divisas son los contratos a plazo o forward⁸, los swap, los futuros y las opciones. El conocimiento de estos instrumentos es indispensable para entender el funcionamiento de los mercados financieros internacionales.

Las coberturas cambiarias se dividen en dos tipos; cortas y largas. Un individuo o una empresa que venda un contrato de futuro para reducir el riesgo estará instituyendo una cobertura corta; éstas son por lo general apropiadas para los tenedores de inventarios. Un individuo o una empresa que compre un contrato para reducir el riesgo estará instituyendo una cobertura larga. Las coberturas largas son comúnmente usadas por las empresas que han celebrado contratos para vender artículos terminados a un precio fijo.

La duración de los instrumentos financieros mide el vencimiento promedio de todos los flujos de efectivo de una cobertura. Las coberturas que tienen una alta duración poseen una alta variabilidad de precios. Con frecuencia, las empresas tratan de acoplar la duración de sus activos con la de sus pasivos.

4.4.1 Contratos forward.

Los contratos a plazo constituyen el instrumento de administración del riesgo cambiario más antiguo y más utilizado en las importaciones y exportaciones. Los forward pertenecen al mercado bancario (extrabursátil) y el monto de un contrato usualmente rebasa un millón de dólares.

Un contrato forward o adelantado es un acuerdo celebrado entre dos partes, generalmente un banco y su cliente o dos bancos, cuya finalidad es vender un artículo al contado en una fecha posterior. El precio se fija en el momento en el que se firma la fecha del contrato. Sin embargo, el efectivo cambia de manos en la

⁸ Del término inglés Forward Foreign Exchange o Contratos adelantados en divisas

fecha de entrega. Los contratos adelantados generalmente no se negocian en las bolsas de valores organizadas.

Un contrato forward de tipos de cambio es un acuerdo de compra o venta de una cantidad específica de una divisa en una fecha futura determinada a un precio fijado en el momento de la firma del contrato. Los plazos típicos son 30, 90 y 180 días; pero existen forward desde 3 días hasta 5 años. Sin embargo, los contratos a largo plazo son bastante escasos por el nivel de riesgo que representan.

El comprador del forward está legalmente obligado a una entrega de dinero igual al precio forward y el vendedor está obligado a la entrega del bien. En este contrato no se paga una prima, pero existe la obligación de llevar a cabo el intercambio a una fecha futura ya determinada.

El acuerdo de tasas de interés forward es un instrumento diseñado para servir como cobertura contra fluctuaciones de tasas de interés. En este contrato, dos empresas acuerdan una tasa fija en el futuro. Si la tasa actual es diferente a la tasa fija, una de las partes le paga a la otra el valor presente de la diferencia entre los flujos de efectivo de los intereses. En resumen, las dos partes apuestan, de qué manera cambiará la tasa de interés. Este es un contrato privado y no requiere ser comercializado en algún centro financiero.

4.4.2 Contratos de opciones.

El contrato de opciones brinda al comprador el derecho, mas no la obligación de comprar o vender un bien específico a un precio de ejercicio, pagando por este derecho, un precio llamado prima. Este tipo de contrato ayuda a proteger a su tenedor de pérdidas potenciales por cambios en el precio del bien base, pero sin quitar los derechos a su tenedor de tomar ventaja de resultados favorables. El emisor no tiene derechos, sólo la obligación de vender o comprar el bien subyacente a la contraparte. Los contratos de opciones tienen un tamaño estándar, hay fechas límites para ejercerlos, se intercambian en lugares

organizados y se valúan a mercado. Las opciones más comunes son sobre monedas, commodities, índices, etc.

4.4.3 Contratos de futuros.

El contrato de futuros es un compromiso legal para entregar o recibir un activo en un periodo dado en el futuro. Los futuros tienen un tamaño estándar, tienen fechas límites y se negocian en las bolsas de valores, requieren un margen y los pagos se hacen diariamente. Los contratos de futuro se negocian en tres áreas: los satisfactores agrícolas y ganaderos, los metales y el petróleo, y los activos financieros entre los que se encuentran los de monedas, bonos de tesoro de Estados Unidos, certificados de depósito, índice de bonos municipales, y en breve se emitirá un futuro sobre el índice compuesto del New York Stock Exchange (NYSE).

Los contratos futuros tienen ciertas ventajas como la liquidez, que los contratos adelantados no tienen. Una característica poco común de los contratos de futuro es el convencionalismo de las cotizaciones y liquidaciones diarias. Si el precio de un contrato de esta naturaleza disminuye en un día en particular, todos los compradores del mismo deberán pagar a la casa de compensación; si el precio aumenta, este mecanismo se verá invertido. El convencionalismo de las cotizaciones y liquidaciones diarias evita incumplimientos respecto de los contratos de futuro. Estos contratos se negocian en las bolsas de valores.

Muchas empresas se enfrentan a los riesgos de la tasa de interés. Pueden reducir este riesgo realizando coberturas con contratos de futuro de tasas de interés. Como sucede con otros satisfactores, una cobertura corta implica la venta de un contrato de futuro. Es probable que las empresas que se han comprometido a comprar hipotecas u otros bonos instituyan coberturas cortas. Una cobertura larga implica la compra de un contrato de futuro; es probable que las empresas que han estado de acuerdo en vender hipotecas u otros bonos a un precio fijo instituyan coberturas largas.

4.4.4 Contratos swaps.

Los contratos swaps son acuerdos que se celebran entre dos contrapartes para intercambiar flujos de efectivo a través del tiempo. Existe una enorme flexibilidad con respecto a las formas que pueden asumir los contratos de intercambio, pero existen dos tipos básicos: swaps de tasas de interés y swaps de tipos de cambio. Con frecuencia éstos se combinan cuando los intereses recibidos en una moneda son intercambiados por los intereses en otra moneda.

Sus características principales son: que se negocian en forma privada entre dos partes y se pacta la entrega en efectivo del valor de un bien, o la diferencia de valor de diferentes activos, según el tipo de contrato; los pagos pueden ser fijos o variable. Además, en el contrato se utiliza en ocasiones a un intermediario financiero.

A igual que otros financieros derivados, los swaps son herramientas que las empresas pueden usar para cambiar con facilidad sus exposiciones hacia el riesgo y sus balances generales; los swaps de tipo cambio sirven para intercambiar la obligación de pagar flujos de efectivo de una moneda por la obligación de pagarlos en otra moneda y surgen como un vehículo natural para cubrir los riesgos del comercio internacional.

4.5 Normatividad FAS 133.

En la actualidad existen varias organizaciones que participan en el desarrollo de principios de contabilidad generalmente aceptados de los Estados Unidos⁹; entre ellos se encuentra el Comité de Normas de Contabilidad Financiera¹⁰, organismo encargado de la implantación de normas de contabilidad financiera en los Estados Unidos.

⁹ USGAAP por sus siglas en inglés

¹⁰ FASB por sus siglas en inglés (Financial Accounting Standards Board)

Dentro de estas normas de contabilidad se encuentra el del boletín FAS 133 “Contabilidad para instrumentos derivados y actividades de cobertura” cuyo desarrollo se basa principalmente en los siguientes conceptos:

1. Los instrumentos derivados representan derechos y obligaciones que cumplen con la definición de activo o pasivo y deben ser reportados en los estados financieros.
2. El fair value¹¹ es la medida más relevante para los instrumentos financieros, y la única para los derivados. Los instrumentos derivados deben ser medidos a fair value y los ajustes (PoG) a la cantidad del bien cubierto deben reflejarse en su fair value, esto es, si son atribuibles al riesgo del bien cubierto y mientras la cobertura está en efecto.
3. Sólo partidas que sean activos o pasivos deben reflejarse en los estados financieros.

Los diferentes tipos de instrumentos derivados pueden ser:

1. Cobertura de la exposición de cambios del fair value de un reconocido activo o pasivo, o de un compromiso de la empresa no reconocido y que sea atribuible a un riesgo en particular (p. ej. un contrato con derechos y obligaciones)
2. Cobertura de la exposición a la variabilidad en los flujos de efectivo de un activo o pasivo reconocido, o de una transacción pronosticada y que sea atribuible a un riesgo en particular.
3. Cobertura de la exposición en moneda extranjera de un compromiso no reconocido de la empresa (fair value de una moneda extranjera); o una inversión disponible para la venta (fair value de una moneda extranjera) o una inversión neta en una operación extranjera.

Las características de un instrumento derivado son las siguientes:

1. Tiene uno o más subyacentes y uno o más valores nominales o provisiones de pago, o ambos.

¹¹ Valor real o actual

2. No requiere inversión neta inicial, o si lo requiere, es menor que lo que se pediría en otros tipos de contratos que se esperaría tengan una respuesta similar a cambios en factores de mercado.
3. Sus términos requieren o permiten una posición neta.

Otros conceptos que define el boletín FAS 133 son los siguientes:

Subyacente. Tasa de interés, precio del commodity, tipo de cambio e índice de precio o tasa. Puede ser el valor o tasa de un activo o pasivo, pero no el activo o pasivo por sí mismo.

Valor nominal. Número de unidades monetarias, acciones o medidas de pesos que se especifica en el contrato.

Provisiones de pago. Define una posición determinada para ser hecha si el subyacente se comporta de manera específica.

Se hace referencia acerca de los instrumentos derivados implícitos, los cuales pueden ser incluidos en forma implícita o explícita en obligaciones, pólizas de seguro y arrendamientos, afectando algunos o todos los flujos de efectivo u otros intercambios requeridos por el contrato de manera similar a los instrumentos derivados. Los instrumentos derivados implícitos deben ser separados de los contratos principales y contabilizados como un instrumento derivado sólo si se cumple con los siguientes criterios:

1. Las características económicas y riesgos de los instrumentos derivados implícitos no están claras, ni cercanamente relacionados con las características económicas y riesgos del contrato principal.
2. El contrato, que incluye tanto al contrato principal como al instrumento derivado, no se ajuste su valor con el fair value cuando se aplican los PCGA, y se reportan ganancias cuando ocurren cambios de valor.
3. Un instrumento separado con los mismos términos que un instrumento derivado implícito sería sujeto a los requerimientos del boletín

El reconocimiento y la medición de los instrumentos derivados usados como coberturas deben ser a fair value, y se debe considerar todo tipo de evidencia para su determinación. Para contabilizar los cambios en el fair value (pérdidas o ganancias) se hará, según el propósito, como sigue:

1. Si no es cobertura, se envía a resultados.
2. Si es de cobertura de un fair value, se envía a resultados.
3. Si es cobertura de flujo de efectivo, se reporta como componente de la utilidad integral y se reclasifica a resultados, cuando el evento cubierto se genere.
4. Si es cobertura de una moneda extranjera, su contabilidad dependerá del propósito de su tenencia. Por ejemplo, si es para cubrir un compromiso y los cambios de valor se pueden enfrentar con los del compromiso cubierto, entonces se envían a resultados. Si es cobertura de una inversión disponible para la venta, sus cambios de valor deben enfrentarse con los cambios de valor de la inversión y enviarse a resultados. Si se cubre una operación programada, los cambios de valor se envían a la utilidad integral y se reclasifica a resultados cuando el evento cubierto se genere. Por último, si lo que se cubre es una inversión en operación extranjera, los cambios de valor se envían a la utilidad integral.

Los cambios en el fair value provienen de la diferencia entre el saldo inicial o fecha de adquisición o emisión, y la fecha final del periodo, excluyendo cambios por pagos realizados o recibidos y cambios por el transcurso del tiempo.

El criterio general para considerar a un instrumento derivado como cobertura es que se documente por escrito la estrategia que ha de seguirse.

Se debe distinguir entre los instrumentos derivados que son cobertura de un fair value, o de un flujo de efectivo, o de una moneda extranjera, o de una operación en moneda extranjera, mencionando la política de administración del riesgo para cada uno de ellos. Además, cada vez que se generen estados financieros, debe desglosarse la pérdida o ganancia por cambios en el fair value que se hubiera reconocido en el estado de resultados; en caso de que sean generadas,

mencionar porqué ya no se califican como instrumento de cobertura. Si hubiera reclasificación de la utilidad integral., se deben mencionar. Por último, si existen cambios (pérdidas o ganancias) reflejados en la utilidad residual, se debe mostrar una clasificación entre sus componentes; además, la empresa debe desglosar la pérdida o ganancia acumulada, saldo inicial y saldo final, así como los cambios netos de la utilidad residual de cualquier otro cambio.

4.6 Contabilidad de instrumentos financieros derivados.

Las operaciones compensatorias o coberturas con activos y pasivos tienen la finalidad de proteger a la empresa contra pérdidas que pueden ocurrir cuando se convierten en moneda local los saldos de capital de trabajo, los activos y los pasivos denominados en moneda extranjera. Cuando varía el tipo de cambio se tienen que revaluar el activo y el pasivo que aparecerán en los estados financieros de la empresa extranjera. Puesto que el valor en moneda extranjera del activo o pasivo permanece igual, las fluctuaciones del tipo de cambio harán variar el valor en moneda local para los estados financieros. El efecto neto de los estados financieros dependerá de las cantidades relativas de activo y pasivo denominados en moneda extranjera.

En los países donde la empresa cuenta con más activo que pasivo pueden vender desde ahora la moneda del país en cuestión, prometiendo entregarlas más adelante. Si en el intervalo sobreviene una devaluación, la pérdida en la conversión del activo queda compensada por la ganancia que se obtuvo en la venta de la moneda. Esta ganancia se logra porque la empresa podrá comprar la moneda que habían prometido entregar por un precio menor que aquel al cual la habían vendido. La diferencia viene a ser la utilidad de la empresa. Sin embargo, ante una devaluación inminente frente a una moneda extranjera, las empresas procurarán oponer los activos en esa moneda a los pasivos de igual denominación dentro del mercado de futuros. Así se compensarán los efectos de dicha devaluación. Este procedimiento es común que se siga durante toda la vida de la

subsidiaria extranjera como norma estándar para anticiparse a los efectos de cualquier devaluación.

Una vez que las empresas multinacionales analizan el riesgo de exposición cambiaria al que están sujetos, existen varias alternativas que tienen disponibles antes de tomar una decisión:

1. Permanecer sin cobertura.
2. Cubrir por completa la exposición con contratos forward.
3. Cubrir sólo una parte de la exposición, dejando parte del balance general sin cobertura.
4. Cubrir la exposición con opciones de moneda extranjera.
5. Cambiar la moneda local por la moneda extranjera a las que estén sujetas las obligaciones de la empresa y mantener las posiciones hasta que se cumplan los vencimientos de los pasivos.

Toda vez que los instrumentos derivados son registraos en el Balance general a su fair value y éste cambia periodo a periodo, el principal objetivo en la contabilidad de los mismos es el tratamiento y registro de las pérdidas o ganancias resultantes de los ajustes de registrar el valor de los contratos a fair value.

La contabilidad de los instrumentos derivados es permitida, siempre y cuando se cumplan algunas condiciones. Tres de las más importantes están relacionadas con: la naturaleza del riesgo de la cobertura, la efectividad de la misma y la documentación. Si alguna de estas condiciones no se cumple cualquier cambio en el valor del instrumento debe reconocerse inmediatamente en resultados.

Naturaleza del riesgo de la cobertura.

Los riesgos que son permitidos a un instrumento derivado para calificar en la contabilidad de coberturas cambiarias incluyen los riesgos en tasas de interés, de precios, de tipos de cambios de monedas extranjeras y de crédito.

Efectividad de la cobertura.

La efectividad de la cobertura se refiere a la habilidad del instrumento derivado para generar pérdidas y ganancias que cubran pérdidas y ganancias del objeto sujeto de dicha cobertura. Para efectos de la contabilidad de instrumentos financieros, la compañía debe establecer una cobertura sea altamente efectiva en cubrir los cambios en el valor del objeto de los contratos.

Documentación.

La norma FAS 133 establece requerimientos específicos para la formal y completa documentación de cada derivado. La documentación debe ser preparada en el momento en que el contrato es suscrito; y debe incluir los siguientes elementos:

- Identificación del instrumento a cubrir.
- Identificación del riesgo.
- El objetivo y estrategia a seguir para contratar los derivados.
- Documentación de las expectativas de la alta efectividad de los instrumentos financieros a contratar.
- El procedimiento a seguir para medir la efectividad de la cobertura.

4.7 Contabilidad de contratos forward.

El término contabilidad de coberturas cambiarias tiene un significado muy específico en las finanzas administrativas corporativas. Un principio básico para la contabilidad de coberturas cambiarias determina que las pérdidas y ganancias que resulten de un instrumento financiero derivado deben ser reconocidas en resultados al mismo tiempo que sean reconocidos los efectos de los cambios en el valor de los objetos cubiertos, asumiendo ciertos criterios. En el caso de que un contrato forward sea contratado con la finalidad de cubrir el riesgo o exposición cambiaria, los cambios en el valor del contrato serían reconocidos como un ingreso sólo cuando las fluctuaciones en el valor de los activos o pasivos cubiertos sea reconocido.

En el caso de que las empresas multinacionales opten por la opción de contratos forward, tienen la ventaja de que su contabilidad les permita conocer el efecto neto de las pérdidas y ganancias en cada periodo, reduciendo la volatilidad de las ganancias y mejorar la predicción de los resultados.

Los cinco propósitos para realizar un contrato forward son:

1. Para cubrir una posición neta de activo o pasivo.
2. Para cubrir un compromiso identificable que puede ser una compra o una venta.
3. Para cubrir una transacción anticipada.
4. Para especular.
5. Para cubrir inversiones en una entidad extranjera.

Si nos referimos por supletoriedad al boletín FAS 133 para el registro del forward, éste requiere:

1. Que el propósito que está atrás del contrato forward sea el que determine cuál procedimiento contable se usará.
2. Que alguno de los propósitos sea reconocido al usar un contrato forward:
 - a. Para cubrir compromiso identificable, una transacción anticipada.
 - b. Para cubrir una exposición de activo o pasivo.
 - c. Para especular.
 - d. Inversión en entidad extranjera.
3. Que las pérdidas o ganancias en los contratos forward sean incluidas como una partida de la utilidad integral (dentro del capital contable) hasta que la transacción relacionada afecte a resultados. En el caso de cobertura de compromisos las pérdidas o ganancias de los contratos forward se llevan a resultados junto con el compromiso que se cubre.

Los forwards se encuentran dentro de la categoría de las coberturas de “valor real”; si la revalorización de la cobertura es efectiva, esta crea un riesgo de exposición en la dirección opuesta al riesgo del objeto cubierto; es decir cuando ocurre un cambio desfavorable en el valor del objeto cubierto, un cambio favorable

ocurre en el valor del derivado utilizado para cubrir dicho riesgo. De la misma manera si ocurre un cambio favorable en el valor del objeto cubierto debe indicar un cambio desfavorable en el valor del instrumento derivado contratado.

La forma de la contabilidad y determinación de la ganancia o pérdida al ajustar activos o pasivos al tipo de cambio de cierre dependerá del motivo de la cobertura. El procedimiento que se utilizará para la contabilidad se puede resumir en los cuatro casos siguientes:

Caso 1. Cuando el contrato forward se utilice para cubrir una posición neta de activo o pasivo en moneda extranjera. Un vez que la transacción sea realizada, las ganancias o pérdidas por la fluctuación se envían a resultados. La contabilidad del contrato genera dos cuentas: una en moneda nacional fijada al tipo de cambio forward pactado, la cual no sufre variación en la vigencia del contrato, la otra cuenta en moneda extranjera que fluctúa de acuerdo con el tipo de cambio forward, y sus ganancias o pérdidas por fluctuación se envían a resultados.

Caso 2. Para que un contrato forward sea considerado como cobertura de un compromiso identificable deben cumplirse dos condiciones:

- a. Que el contrato forward esté diseñado de tal forma que cubra el compromiso en moneda extranjera.
- b. Que el compromiso en moneda extranjera esté en firme.

Si se cumple con estas dos condiciones, la contabilidad del contrato genera dos cuentas: una en moneda nacional al tipo de cambio forward pactado, la cual no sufre variación en la vigencia del contrato, la otra cuenta en moneda extranjera que fluctúa de acuerdo con el tipo de cambio forward, y sus ganancias o pérdidas por fluctuación se envían a resultados. Estas fluctuaciones se ven compensadas con una cuenta llamada Valor del compromiso o Cambio en el valor comprometido cuyo saldo se presenta en el balance general como una partida del activo o pasivo según sea su saldo. Esta partida se cancela cuando el bien cubierto se envía a

resultados, por ejemplo si se cubre una venta o compra o si es un activo fijo y se tiene su gasto por depreciación.

Caso 3. Cuando el contrato forward se usa para cubrir el flujo de efectivo de una transacción programada de la empresa, la contabilidad del contrato genera dos cuentas: una en moneda nacional fijada al tipo de cambio forward pactado, la cual no sufre variación en la vigencia del contrato, la otra cuenta en moneda extranjera que fluctúa de acuerdo al tipo de cambio forward y sus ganancias o pérdidas por fluctuación se consideran no realizadas y se presenta en el balance general como una partida del capital contable. Esta partida se cancela cuando el bien cubierto se envía a resultados, por ejemplo si se cubre una venta o compra o si es un activo fijo y se tiene su gasto por depreciación.

Caso 4. Cuando el contrato forward se utiliza como medio de especulación, entonces el tenedor del contrato lo registra utilizando el tipo de cambio forward en ambas partes (cargo y abono) y las diferencias mensuales en tipo de cambio se envían a resultados como pérdidas o ganancias.

Caso 5. Cuando el contrato forward se utiliza para cubrir una posición accionaria en una entidad extranjera cuyas ganancias o pérdidas por fluctuación se envían a resultados. La contabilidad del contrato genera dos cuentas: una en moneda nacional fijada al tipo de cambio forward pactado, la cual no sufre variación en la vigencia del contrato; la otra cuenta en moneda extranjera que fluctúa de acuerdo con el tipo de cambio forward y sus ganancias o pérdidas por fluctuación se envían a resultados.

El registro contable de los contratos forward es muy práctico, ya que sólo debe identificarse el objeto del contrato. Una vez identificado el objeto, el procedimiento de contabilidad se da en forma directa. Es muy importante llevar registro de las operaciones para reconocer las utilidades a través de la vigencia del contrato, o al final, contra el valor del bien sujeto de la cobertura. Si no es considerado éste en la contabilidad, los estados financieros se verán afectados y no mostrarán la realidad.

CASO PRÁCTICO: Análisis de exposición y riesgo cambiario

Análisis de exposición y riesgo cambiario de la empresa Multinacional, S.A. de C.V. del ejercicio 2006 y la contratación y registro contable de coberturas cambiarias.

Antecedentes

La empresa Multinacional, S.A. de C.V. es una empresa manufacturera de origen estadounidense que cuenta con más de 20 años de presencia en el mercado mexicano; su giro es la comercialización manufactura de materiales autoadheribles; contando con la participación del 30% en el mercado. La dinámica de sus operaciones le genera activos y pasivos en múltiples monedas, siendo el dólar norteamericano la moneda base en la que reporta sus estados financieros a nivel global, por lo que como parte de sus políticas se encuentran el uso de coberturas cambiarias de todas sus filiales incluyendo México, la cuál será objeto de nuestro análisis.

Estrategias y Políticas

- Minimizar el impacto potencial sobre las utilidades de la empresa como resultado de las fluctuaciones en las tasas de cambio; cubriendo el 80% de la exposición.
- El uso de coberturas cambiarias especulativas está prohibido.
- Todos los préstamos en moneda extranjera deben ser cubiertos hasta el término de su plazo.
- Las coberturas deben contratarse a plazos mínimos de 12 meses con excepción de préstamos que tengan un vencimiento menor.
- Todos los derivados deben ser registrados en los estados financieros a su valor de mercado actual.
- La cobertura de los balances en moneda extranjera tienen como finalidad compensar el impacto temporal en el estado de resultados de las posiciones actuales de los tipos de cambio.

MULTINACIONAL, SA DE CV
ANÁLISIS DE EXPOSICIÓN Y RIESGO CAMBIARIO - PROYECCIÓN 2006
EN '000 USD

Consideraciones

Activos:

Inventarios 4,8 millones de dólares mensuales y 5,1 millones al cierre de cada trimestre
 Cuentas por cobrar 2,6 millones de dólares mensuales y al cierre de cada trimestre 2,8 millones

Pasivos:

Cuentas por pagar 12,8 millones de dólares mensuales y 13,5 millones al cierre de cada trimestre
 Préstamo por 350 mil dólares del 1 de enero al 31 de diciembre de 2006

		ene-06	feb-06	mar-06	abr-06	may-06	jun-06	jul-06	ago-06	sep-06	oct-06	nov-06	dic-06
Tasa de cambio spot		10,7000	10,7000	10,7000	10,7000	10,7000	10,7000	10,7000	10,7000	10,7000	10,7000	10,7000	10,7000
Tasa de cambio estimada 2006		11,0000	11,0000	11,0000	11,0000	11,0000	11,0000	11,0000	11,0000	11,0000	11,0000	11,0000	11,0000
Balance		ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Inventarios	USD	4.800	4.800	5.100	4.800	4.800	5.100	4.800	4.800	5.100	4.800	4.800	5.100
Accounts Receivable	USD	2.600	2.600	2.800	2.600	2.600	2.800	2.600	2.600	2.800	2.600	2.600	2.800
Accounts Payable	USD	12.800	12.800	13.500	12.800	12.800	13.500	12.800	12.800	13.500	12.800	12.800	13.500
Loans	USD	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
Exposición cambiaria	USD	(5.750)	(5.750)	(5.950)	(5.750)	(5.750)	(5.950)	(5.750)	(5.750)	(5.950)	(5.750)	(5.750)	(5.950)
Riesgo cambiario	USD	(1.725)	(1.725)	(1.785)	(1.725)	(1.725)	(1.785)	(1.725)	(1.725)	(1.785)	(1.725)	(1.725)	(1.785)
Cobertura préstamo 100%	USD	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
Cobertura 80% exc. préstamo	USD	4.320	4.320	4.480	4.320	4.320	4.480	4.320	4.320	4.480	4.320	4.320	4.480
Cobertura contratada por 12 meses		4.650	4.650	4.650	4.650								
Préstamo	USD	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
Balance	USD	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300
Tasa de cambio cobertura		10,9000	10,9000	10,9000	10,9000								
Riesgo cambiario	MXP	(795)	(795)	(855)	(795)	(795)	(855)	(795)	(795)	(855)	(795)	(795)	(855)

Toma de decisiones

La empresa decide contratar forwards para cubrir la exposición de sus balances por un total de 4,65 millones de dólares a una tasa de 10,90 pesos durante el 2006.
 El detalle queda como sigue:

Número y Descripción	Fecha del Contrato	Fecha de Vencimiento	Tipo de Contrato	Multinacional para al Banco		Tasa de Cambio	El Banco paga a Multinacional		Banco Bank
				Currency	Amount		Currency	Amount	
Coberturas de Balance									
1 Préstamo	01-ene-06	31-dic-06	Forward	MXN	46.870	10,9000	USD	4.300	Citibank
2 Balance	01-ene-06	31-dic-06	Forward	MXN	3.815	10,9000	USD	350	Citibank
Total					\$50.685			\$4.650	

MULTINACIONAL, SA DE CV
ANALISIS DE EXPOSICIÓN Y RIESGO CAMBIARIO - AL CIERRE DE JUNIO 2006
EN '000 USD

Consideraciones

Al cierre del primer semestre (junio) la empresa realiza un análisis del riesgo cambiario para el cierre del año
Las coberturas contratadas siguen sin cambios
Las cifras del primer semestre son actuales al cierre de cada periodo
Las tasas de cambio son corporativas emitidas a nivel mundial, para el primer semestre son actuales y para el segundo semestre estimadas

	dic-05	ene-06	feb-06	mar-06	abr-06	may-06	jun-06	jul-06	ago-06	sep-06	oct-06	nov-06	dic-06
Tasa de cambio cobertura		10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000
Tasas actuales	10,6000	10,6500	10,5000	10,5800	10,9600	11,0300	11,3000	11,2500	11,2500	11,2500	11,2500	11,2500	11,2500
<i>Variación</i>		-0,5%	1,4%	-0,8%	-3,6%	-0,6%	-2,4%	0,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Balance		ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Inventarios	USD	4.650	4.725	4.900	5.050	5.100	4.950	4.800	4.800	5.100	4.800	4.800	5.100
Accounts Receivable	USD	2.800	2.850	2.890	3.100	2.900	3.000	2.600	2.600	2.800	2.600	2.600	2.800
Accounts Payable	USD	12.980	13.100	13.150	13.250	13.110	13.300	12.800	12.800	13.500	12.800	12.800	13.500
Loans	USD	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
Exposición cambiaria	USD	(5.880)	(5.875)	(5.710)	(5.450)	(5.460)	(5.700)	(5.750)	(5.750)	(5.950)	(5.750)	(5.750)	(5.950)
Cobertura contratada por 12 meses		4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650
Préstamo	USD	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
Balance	USD	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300
Riesgo después de cobertura													
Préstamo	USD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Balance	USD	(1.230)	(1.225)	(1.060)	(800)	(810)	(1.050)	(1.100)	(1.100)	(1.300)	(1.100)	(1.100)	(1.300)
Impacto P&L - Riesgo	MXP	(294)	881	(457)	(2.071)	(382)	(1.539)	288	-	-	-	-	-
Impacto P&L s/cobertura	MXP	(62)	184	(85)	(304)	(57)	(284)	55	-	-	-	-	-
Impacto P&L c/cobertura	MXP	(1.163)	(698)	372	1.767	325	1.256	(233)	-	-	-	-	-
Impacto P&L - Total	MXP	(1.224)	(514)	287	1.463	269	972	(178)	-	-	-	-	-
RESULTADOS		1ER TRIM	2DO TRIM	1ER SEM	CIERRE PROY								
Impacto P&L - Riesgo	MXP	130	(3.992)	(3.862)	(3.574)								
Impacto P&L - Actual S/Fwd	MXP	37	(644)	(607)	(552)								
Impacto P&L - Actual C/Fwd	MXP	(1.488)	3.348	1.860	1.628								
Impacto P&L - Actual	MXP	(1.451)	2.704	1.253	1.076								

Toma de decisiones

La empresa decide continuar con las coberturas contratadas el resto del año

Número y Descripción	Fecha del Contrato	Fecha de Vencimiento	Tipo de Contrato	Multinacional para al Banco		Tasa de Cambio	El Banco paga a Multinacional		Banco Bank
				Currency	Amount		Currency	Amount	
Coberturas de Balance									
1 Préstamo	01-ene-06	31-dic-06	Forward	MXN	46.870	10,9000	USD	4.300	Citibank
2 Balance	01-ene-06	31-dic-06	Forward	MXN	3.815	10,9000	USD	350	Citibank
Total					\$50.685			\$4.650	

MULTINACIONAL, SA DE CV

ANALISIS DE EXPOSICIÓN Y RIESGO CAMBIARIO - AL CIERRE DE DICIEMBRE 2006
EN '000 USD

Consideraciones

Al cierre del año la empresa realiza el análisis del riesgo cambiario de cierre del año mostrando un resultado favorable después de tomar la decisión de contratar coberturas para el 2006
Las coberturas contratadas no sufrieron ningún cambio
Las cifras anuales mostradas son actuales al cierre de cada periodo
Las tasas de cambio son corporativas emitidas a nivel mundial, son actuales para el ejercicio anual

	dic-05	ene-06	feb-06	mar-06	abr-06	may-06	jun-06	jul-06	ago-06	sep-06	oct-06	nov-06	dic-06
Tasa de cambio cobertura		10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000	10,9000
Tasas actuales	10,6000	10,6500	10,5000	10,5800	10,9600	11,0300	11,3000	11,2200	10,8900	10,9200	10,9800	10,8300	10,9400
<i>Variación</i>		-0,5%	1,4%	-0,8%	-3,6%	-0,6%	-2,4%	0,7%	2,9%	-0,3%	-0,5%	1,4%	-1,0%
Balance		ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
Inventarios	USD	4.650	4.725	4.900	5.050	5.100	4.950	4.625	4.700	5.150	4.875	4.975	5.200
Accounts Receivable	USD	2.800	2.850	2.890	3.100	2.900	3.000	2.800	2.760	3.120	3.080	2.950	3.220
Accounts Payable	USD	12.980	13.100	13.150	13.250	13.110	13.300	13.250	13.230	13.575	13.400	13.600	13.725
Loans	USD	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
Exposición cambiaria	USD	(5.880)	(5.875)	(5.710)	(5.450)	(5.460)	(5.700)	(6.175)	(6.120)	(5.655)	(5.795)	(6.025)	(5.655)
Cobertura contratada por 12 meses		4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650
Préstamo	USD	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
Balance	USD	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300	4.300
Riesgo después de cobertura													
Préstamo	USD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Balance	USD	(1.230)	(1.225)	(1.060)	(800)	(810)	(1.050)	(1.525)	(1.470)	(1.005)	(1.145)	(1.375)	(1.005)
Impacto P&L - Riesgo	MXP	(294)	881	(457)	(2.071)	(382)	(1.539)	494	2.020	(170)	(348)	904	(622)
Impacto P&L s/cobertura	MXP	(62)	184	(85)	(304)	(57)	(284)	122	485	(30)	(69)	206	(111)
Impacto P&L c/cobertura	MXP	(1.163)	(698)	372	1.767	325	1.256	(372)	(1.535)	139	279	(698)	511
Impacto P&L - Total	MXP	(1.224)	(514)	287	1.463	269	972	(250)	(1.049)	109	210	(491)	401
RESULTADOS		1ER TRIM	2DO TRIM	1ER SEM	3ER TRIM	4TO TRIM	2DO SEM	ANUAL					
Impacto P&L - Riesgo	MXP	130	(3.992)	(3.862)	2.344	(66)	2.278	(1.584)					
Impacto P&L - Actual S/Fwd	MXP	37	(644)	(607)	577	27	604	(3)					
Impacto P&L - Actual C/Fwd	MXP	(1.488)	3.348	1.860	(1.767)	93	(1.674)	186					
Impacto P&L - Actual		(1.451)	2.704	1.253	(1.190)	120	(1.070)	183					

MULTINACIONAL, SA DE CV
REGISTRO CONTABLE FORWARDS 2006
EN 000 MXP

FECHA	TIPO DE CAMBIO	CUENTA	DEBITO	CREDITO	CORPORATIVO
1-1-2006	10.90	CONTRATOS FWD - REVALUACION		46,870.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO	46,870.00		HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
1-1-2006	10.90	CONTRATOS FWD - REVALUACION		3,815.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO	3,815.00		HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
31-1-2006	10.65	CONTRATOS FWD - REVALUACION	1,075.00		REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		1,075.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
31-1-2006	10.65	CONTRATOS FWD - REVALUACION	87.50		REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		87.50	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
28-2-2006	10.50	CONTRATOS FWD - REVALUACION	645.00		REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		645.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
28-2-2006	10.50	CONTRATOS FWD - REVALUACION	52.50		REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		52.50	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
31-3-2006	10.58	CONTRATOS FWD - REVALUACION		344.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		344.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	344.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
31-3-2006	10.58	CONTRATOS FWD - REVALUACION		28.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		28.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	28.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
30-4-2006	10.98	CONTRATOS FWD - REVALUACION		1,634.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		1,634.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	1,634.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
30-4-2006	10.98	CONTRATOS FWD - REVALUACION		133.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		133.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	133.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
30-5-2006	11.03	CONTRATOS FWD - REVALUACION		301.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		301.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	301.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
30-5-2006	11.03	CONTRATOS FWD - REVALUACION		24.50	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		24.50	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	24.50		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
30-6-2006	11.30	CONTRATOS FWD - REVALUACION		1,161.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		1,161.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	1,161.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
30-6-2006	11.30	CONTRATOS FWD - REVALUACION		94.50	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		94.50	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	94.50		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
31-7-2006	11.22	CONTRATOS FWD - REVALUACION	344.00		REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		344.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
31-7-2006	11.22	CONTRATOS FWD - REVALUACION	28.00		REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		28.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
31-8-2006	10.89	CONTRATOS FWD - REVALUACION	1,419.00		REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		1,419.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
31-8-2006	10.89	CONTRATOS FWD - REVALUACION	115.50		REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		115.50	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
30-9-2006	10.92	CONTRATOS FWD - REVALUACION		129.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		129.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	129.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
30-9-2006	10.92	CONTRATOS FWD - REVALUACION		10.50	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		10.50	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	10.50		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
31-10-2006	10.98	CONTRATOS FWD - REVALUACION		258.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		258.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	258.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
31-10-2006	10.98	CONTRATOS FWD - REVALUACION		21.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		21.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	21.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
30-11-2006	10.83	CONTRATOS FWD - REVALUACION	645.00		REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		645.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
30-11-2006	10.83	CONTRATOS FWD - REVALUACION	52.50		REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		52.50	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR			RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
31-12-2006	10.94	CONTRATOS FWD - REVALUACION		473.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		473.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	473.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
31-12-2006	10.94	CONTRATOS FWD - REVALUACION		38.50	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		CONTRATOS FWD - PASIVO		38.50	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	38.50		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #02 (350M USD)
31-12-2006		BANCOS	47,042.00		CASH
		CONTRATOS FWD - REVALUACION	172.00	46,870.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		BANCOS		172.00	CASH
		CIERRE CONTRATOS FWD - P/G		47,042.00	RECORD GAIN/LOSS ON CLOSING OF CONTRACT #01
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	46,870.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
		CONTRATOS FWD - PASIVO		46,870.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
31-12-2006		BANCOS	3,829.00		CASH
		CONTRATOS FWD - REVALUACION	14.00	3,815.00	REVALUE FAIR VALUE - FORWARD - COS
		BANCOS		14.00	CASH
		CIERRE CONTRATOS FWD - P/G		3,829.00	RECORD GAIN/LOSS ON CLOSING OF CONTRACT #01
		CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	3,815.00		RECORD MARKET VALUE - CONTRACT #01 (4.3M USD)
		CONTRATOS FWD - PASIVO		3,815.00	HEDGES FAIR VALUE - FORWARD - LIAB
			161,541.00	161,541.00	

Remarks: Amounts are in local currency

SALDOS 2006

CUENTA	DEBITO	CREDITO	SALDO
CONTRATOS FWD - REVALUACION	4,464.00	4,650.00	(186.00)
CONTRATOS FWD - PASIVO		50,685.00	(50,685.00)
CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	55,335.00	4,464.00	50,871.00
TOTALES	59,799.00	59,799.00	

SALDOS 2006 AL CIERRE DE CONTRATOS FWD

CUENTA	DEBITO	CREDITO	SALDO
CONTRATOS FWD - REVALUACION	4,650.00	4,650.00	-
CONTRATOS FWD - PASIVO	50,685.00	50,685.00	-
CONTRATOS FWD - CXCOBRAR	55,335.00	55,335.00	-
BANCOS	50,871.00	50,685.00	186.00
CIERRE CONTRATOS FWD - P/G		186.00	(186.00)
TOTALES	161,541.00	161,541.00	

RESULTADOS

Después de terminar el ejercicio del 2006 la empresa Multinacional, S.A. de C.V. dió a conocer los resultados del ejercicio de coberturas cambiarias hecho durante el año mediante la contratación de forwards; instrumentos derivados que se apegaron a sus políticas internas de la empresa y a las regulaciones del boletín FASB 133.

Al principio del año y con base en una proyección estimada de los balances generados en la compañía y el tipo de cambio estimado cuyo resultados estimó una exposición cambiaria mensual promedio de 5.7 millones de dólares generando un riesgo de pérdida cambiaria de 1.7 millones de pesos al final del ejercicio, por lo tanto y con base en el análisis de la exposición y riesgo cambiario proyectados para el 2006 se tomó la decisión de cubrir el 80% de la exposición cambiaria; que generaría en el escenario menos conservador una pérdida de 855 mil pesos; derivado de esto el ejercicio sería revisado al cierre del primer semestre y se modificarían las coberturas en el caso de ser necesario. Los préstamos a largo plazo que ya tenía contratados la empresa en ese momento y de acuerdo a su política se cubrieron al 100% toda vez que se conocen con precisión las fechas y los plazos de vencimiento. La tasa actual al cierre del 2005 fue de 10.60; esto generó que la tasa spot base de la negociación fuera de 10.70, cerrando la tasa de cambio forward en 10.90.

Al cierre del primer semestre se realizó el análisis y la proyección al cierre del año con la tendencia y las cifras actuales resultado del ejercicio a junio del 2006. En primer lugar, las tasas se comportaron por debajo de lo estimado y fue hasta el cierre de abril que tuvieron un alza considerable; esto llevó a que durante el primer trimestre se obtuvieran pérdidas por 1.4 millones de pesos generadas en su mayoría por la contratación de las coberturas que en ese momento significaban tasas más bajas que las proyectadas hacia el final del año; situación que sin cobertura se situaba en una utilidad de 130 mil pesos. En el segundo trimestre el panorama fue muy distinto y las tasas siguieron su tendencia a la alza, durante abril sufrieron un incremento del 3.6% -el mayor de todo el año- y en junio el peso

de devaluó un 2.4% adicional con respecto al dólar; esto generó durante el segundo trimestre una utilidad de 1.8 millones de pesos como resultado de las coberturas de contratos forwards y cuyo riesgo pudo significar una pérdida de 3.8 millones de pesos. Es así como Multinacional, S.A. de C.V. tuvo una utilidad cambiaria de 1.2 millones de pesos al cierre de junio y no de 3.8 millones en el caso de que no hubiera tomado la decisión de contratar una cobertura.

Es por eso que la dirección de la empresa, una vez que la estimación de las tasas de cambio futuras se estableció con un alza adicional y un riesgo de 3.5 millones de dólares para el cierre del ejercicio, decidió continuar con la cobertura hasta el 31 de diciembre de 2006 en las mismas condiciones en las que estaba contratado. La proyección fue de una utilidad de 1.2 millones de pesos basados en una tasa de cambio estimada en 11.25 pesos por dólar; sin embargo, este resultado era especulativo y dependía de las mínimas variaciones entre las tasas estimadas y las reales al cierre de diciembre; pero el principal objetivo era cubrir el riesgo cambiario que se había determinado y así evitar cuantiosas pérdidas en el resultado.

Al cierre de diciembre; se generó el reporte de cierre anual – y basados en las cifras de contabilidad – el ejercicio 2006 cerró con una utilidad cambiaria de 183 mil pesos; eliminando el riesgo real de 1.5 millones que se hubieran traducido en pérdidas significativas para la empresa. El resultado del proyecto fue exitoso y sobretodo porque siempre se basó en fuentes de información confiables; con reportes de calidad; y con la debida anticipación y monitoreo de los indicadores financieros y resultados mensuales de la Compañía.

La empresa Multinacional, S.A. de C.V. continúa con sus políticas de coberturas cambiarias alrededor del mundo; incluyendo México que es un punto geográfico clave para el desarrollo de sus negocios.

DISCUSIÓN

Es difícil que transcurra un día sin que se presente una historia en el mundo financiero acerca de una empresa que haya tenido un gran desacierto en sus estrategias básicas en los mercados derivados. El que grandes corporativos y bancos a nivel mundial hayan perdido grandes sumas de dinero e incluso hayan llegado a la quiebra debido al uso o mal uso de los instrumentos derivados es un punto que probablemente sea resuelto años más tarde en las cortes, y los legisladores y los políticos están decidiendo en torno a la sentencia; pero en el mundo financiero y de la opinión pública, el reo ha recibido el nombre de instrumentos derivados.

A pesar del riesgo implícito, ¿por qué usan las empresas instrumentos derivados? La respuesta después de haber sido el objeto de estudio en capítulos anteriores es que estos instrumentos son herramientas para cambiar a exposición de riesgo de la empresa. Los instrumentos derivados son a las finanzas lo que los escalpelos son a la cirugía. Mediante el uso de instrumentos derivados, la empresa puede eliminar las porciones no deseadas de exposición hacia el riesgo y aún llevar dichas exposiciones en el sentido contrario como beneficio a la organización. Sin embargo, la controversia es simple, las empresas elegirán un proyecto con alto riesgo sólo si el rendimiento esperado compensa su riesgo. De manera que no sorprende, las empresas están generalmente buscando formas de reducirlo, y cuando lo reducen mediante el uso de instrumentos derivados, se dice que está haciendo uso de una cobertura, que compensa precisamente el riesgo de la empresa, así como el de un proyecto con una o más transacciones en los mercados financieros.

Los instrumentos derivados también se pueden usar para cambiar o incluso para incrementar la exposición al riesgo. Cuando esto ocurre la empresa está especulando con la relación al movimiento de algunas variables económicas, en el caso de nuestro estudio el tipo de cambio. Por ejemplo, si contrata un instrumento

derivado que genere una ganancia si los tipos de cambio aumentan aún cuando no tenga una exposición que cubra con la probabilidad de sufrir pérdidas por devaluación, entonces la empresa especulará que las tasas de cambio aumentarán y le darán una utilidad sobre su posesión de instrumentos derivados. El uso de tales instrumentos para traducir una opinión acerca de si las tasas de cambio o alguna otra variable económica aumentarán o disminuirán es lo opuesto de una cobertura financiera pues, por el contrario, aumenta el nivel de riesgo. El especular sobre los puntos de vista de la economía y usar instrumentos derivados para sacar ventajas si ese enfoque resulta acertado, no es necesariamente incorrecto, pero el especulador debe recordar siempre que si las opiniones en las que se basa resultan inadecuadas, las consecuencias pueden llegar a ser muy costosas. La teoría de los mercados eficientes enseña que difícil es predecir lo que los mercados harán. La mayor parte de las experiencias catastróficas con instrumentos derivados han ocurrido de su uso como instrumentos para cubrir y compensar los riesgos, sino, más bien, de la especulación.

CONCLUSIONES

El estudio de las finanzas internacionales es parte importante en toda administración de empresas ya que estudian los flujos de efectivo a través de las fronteras nacionales, y el enfoque de la administración financiera internacional que es el proceso de toma de decisiones acerca de los flujos de efectivo que se presentan en el contexto de las empresas multinacionales es vital derivado de la creciente globalización de la economía.

En los últimos años, el crecimiento del área de finanzas internacionales ha sido impresionante y hoy en día se tiene una mejor comprensión de muchos problemas que antes parecían enigmáticos; uno de estos tópicos es el estudio y análisis de los instrumentos financieros derivados, los cuales fueron el objeto de estudio de la presente tesis.

El conocimiento acerca de la administración del riesgo cambiario le permite a los ejecutivos financieros entender la forma en que los acontecimientos internacionales pueden afectar su empresa y qué medidas deben tomarse para evitar los riesgos y aprovechar las oportunidades que ofrecen los cambios en el entorno internacional. La formación internacional permite a las empresas multinacionales anticipar los eventos y tomar las decisiones pertinentes a favor de los mejores resultados para las empresas.

Uno de los principales riesgos a los que se enfrentan las empresas multinacionales es al derivado de las fluctuaciones en los tipos de cambio ya que debido a que el entorno financiero es crecientemente integrado e interdependiente, los acontecimientos en países distantes pueden tener un efecto inmediato sobre el desempeño de las empresas. Todas las variables económicas son influenciadas por los desarrollos en los mercados internacionales; tipos de cambio, tasas de interés, precios de bonos, precios de las acciones, precios de las materias primas, presupuesto del gobierno, etc.

Determinar la exposición de la empresa al riesgo cambiario es una tarea compleja, en la que se deben incorporar no solamente las relaciones financieras y comerciales directas que la empresa tenga con el exterior, sino también los efectos indirectos sobre los precios y volúmenes de los recursos de la empresa y las reacciones de la gerencia, la competencia y los proveedores, tanto en el mercado interno como en el externo. La estimación de esta exposición por medio del efecto contable es sumamente simple; en el caso de una empresa que opera con recursos totalmente locales en el mercado interno, no existe exposición contable; sin embargo, una devaluación tendría un efecto tangible sobre las operaciones de la empresa. En países con monedas propensas a la devaluación, la evaluación financiera de la empresa es una tarea verdaderamente compleja debido a la incertidumbre que suele caracterizar a la economía, complicado en general por los intentos de las autoridades económicas del país de corregir la situación a un bajo costo político y social; así como de la inflación concurrente.

El análisis financiero de la empresa deberá incluir, además de todas sus características financieras, una evaluación del mercado en el que opera la empresa, tanto de insumos y de productos. Dicho análisis constituye el punto de partida para determinar la capacidad de reacción de la empresa, ante situaciones de deterioro de la moneda; y es la base para la toma de decisiones con respecto a la contratación o no de coberturas cambiarias.

BIBLIOGRAFÍA

Black, Stanley B. y Geoffrey A. Hirt (2005), *Administración Financiera*, 2ª edición, McGraw Hill, México, 653p.

Bolton, Steven E. (2001), *Administración Financiera*, 1ª edición, Editorial Limusa, México, 889p.

Díaz Mondragón, Manuel (2002), *Mercados Financieros de México y el mundo: instrumentos y análisis*, 1ª edición, Gasca SICCO, México, 262p.

Díaz Mata, Alfredo; Hernández Almora, Luis Ascensión (1999), *Sistemas Financieros Mexicano e Internacional en Internet*, SICCO, México, 250p.

Dunning, John H. (1999), *La empresa multinacional*, 1ª edición, Fondo de Cultura Económica, México 449p.

Eitman, David K.; Stonehill, Arthur I. y Mofett, Michael H. (1998), *Multinational Business Finance*, 8^{ava} edición, Addison-Wesley Publishing Company, New York, 854p.

Elizondo López, Arturo (2002), *Metodología de la investigación contable*, 3ª edición, Ed. Thompson, México, 455p.

Financial Accounting Standards Board (1998), *Original pronouncements accounting standards*, edición 2001/2002, John Wiley & Sons, Inc., Estados Unidos, 657p.

González Esqueda, Irving Alfredo (2003), *Contabilidad Internacional*, 1ª edición, McGraw Hill Interamericana, México, 287p.

Hernández Sampieri, Roberto; Fernández Collado, Carlos y Baptista Lucio, Pilar (2003), *Metodología de la Investigación*, 3ª edición, McGraw Hill Interamericana, México, 765p.

Tieso, Donald E., Weygant, Jerry J., Warfield, Terry D. (2002), *Fundamentals of Intermediate Accounting*, 1a edición, Wiley, EU, 1056p.

Kozikowski, Zbigniew (2000), *Finanzas Internacionales*, 2ª edición, McGraw Hill Interamericana, México, 334 p.

Levi, Maurice D. (1997), *Finanzas Internacionales*, 1ª edición, McGraw Hill Interamericana, México, 707p.

Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey F. (2000), *Finanzas Corporativas*, 1ª edición, McGraw Hill interamericana, México, 1,049 p.

Sánchez Ambriz, Gerardo y Ángeles Dauahare Marcela (2003), *Tesis Profesional, un problema, una hipótesis, una solución*, 1ª reimpresión, UNAM, México, 107p.

Trombley, Mark A. (2002), *Accounting for derivatives and Hedging*, 1ª edición, McGraw Hill/Irwin, EU, 240p.

Vives, Antonio (1994), *Evaluación Financiera de Empresas. El impacto de la devaluación y la inflación*. 2ª edición, México, 508 p.

<http://www.accountingresearchmanager.com>

http://www.condusef.gob.mx/sistema_financiero

[http:// www.fxmespanol.com/mercambiario](http://www.fxmespanol.com/mercambiario)

[http:// www.fasb.org/](http://www.fasb.org/)