



## Artículos

# Gestión Financiera Internacional en el Marco de los Procesos de Integración Económica

Muñoz, Gustavo D.\*

*Los textos clásicos de finanzas empresariales, habitualmente abordan la temática de la gestión financiera internacional, utilizando como herramienta básica de toma de decisiones el mismo que el usado a nivel local, luego de adaptarlo a las particularidades que surgen cuando la decisión financiera se toma en el extranjero.*

*Esta adaptación como se verá, implica traer a escena entre otros temas tales como tipos de cambio, restricciones al reingreso al país de origen del inversor de los flujos producidos por la inversión en el extranjero y riesgos de expropiación.*

*En la mayoría de los textos de finanzas corporativa, estas cuestiones son tratadas vis a vis de estado (origen) a estado (receptor de la decisión), sin incorporar las importantes diferencias que se plantean en el análisis, según ambos estados estén involucrados o no en algún proceso de integración económica.*

*Si bien algunos libros de reciente aparición, ya no hablan, por ejemplo, de sujetos de un país americano invirtiendo en uno europeo, sino en la zona del Euro, sigue sin incorporarse sistemáticamente al estudio, el tema de los modelos de integración, aún cuando es raro hoy por hoy, encontrar un país que no sea parte de algún proceso de integración económica.*

*El objetivo de este trabajo, es realizar un análisis introductorio. Como los diferentes modelos de integración, modifican a partir de su irrupción en el escenario económico mundial, el enfoque clásico de las finanzas corporativas sobre la gestión financiera internacional. Como la evolución esperada de la mayoría de los procesos de integración en curso hacia estadios más sofisticados, obligará a analizar en el futuro la problemática de la financiación internacional desde un enfoque bloque a bloque, más que de país a país.*

### METODOLOGIA

Para lograr el objetivo propuesto, en primer lugar se definirán desde el punto de vista de las finanzas corporativas, las cuestiones propias de las decisiones financieras internacionales, que no están presentes en las decisiones financieras tomadas a nivel local. Se lo hará en forma clásica, esto es con un enfoque vis a vis, país a país.

Luego se definirán utilizando la taxonomía elaborada por la Dra. Florencia González-Oldenkop (1), las características de diferentes tipos de integración.

Por último se reanalizarán las cuestiones definidas inicialmente, pero en presencia de cada uno de los tipos de integración definidos. Se buscará de este modo, evaluar como se ven afectadas dichas cuestiones cuando el proceso de integración irrumpe, y tanto el estado origen del decisor como el estado receptor de la decisión financiera son parte de dicho proceso.

A partir de este tercer paso, se construirán conclusiones particulares y generales, referidas a cómo estos procesos en sus diferentes formas e intensidad, cambian la fisonomía del análisis de la gestión financiera internacional en las finanzas corporativas.

### EL ANALISIS CLASICO DE LA GESTION FINANCIERA INTERNACIONAL DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LAS FINANZAS CORPORATIVAS

La regla que lleva a una decisión financiera internacional, no es diferente tal como se adelantó, de la que rige la toma de decisiones a nivel local: comprar activos con valor actual mayor que su coste y pasivos que valgan menos que el dinero obtenido. Sin embargo los flujos de fondos de estos pasivos y activos, estarán denominados en una moneda distinta que la que le interesa al decisor, que es la moneda de su país de origen. Aparece entonces en las decisiones financieras internacionales, la primer y tal vez más importante variable a tener en cuenta: el **comportamiento esperado y volatilidad del tipo de cambio**.

La segunda variable, está íntimamente relacionada con las

\*Muñoz, Gustavo D., Contador Público, (UNLP)-Especialista en Mercado de Capitales (UBA), Prof. Tit. de "Análisis de Estados Contables", Prof. Adjunto de "Finanzas de Empresas II" (FCE UNLP) - Consultor en temas financieros, Secretario Académico (FCE-UNLP)  
(1) La mencionada clasificación es utilizada en clases de postgrado por la citada profesional.

motivaciones de los sujetos para tomar decisiones financieras en el exterior, y es la posibilidad de **diversificar internacionalmente** que ofrece esta gestión, dada la baja correlación esperada entre los negocios en el país de origen del decisor y en el de destino de la decisión. Esta variable es fundamental, pues sustenta y justifica las decisiones financieras internacionales de los individuos y empresas, toda vez que define importantes espacios de diversificación de riesgo, y predispone al decisor a exigir en la inversión internacional inclusive menos rendimiento, que en una decisión similar tomada en el ámbito local.

Otras variables a tener en cuenta se relacionan con el escaso control que en general el decisor extranjero ejerce sobre posibles **expropiaciones** de sus activos o repudios de sus acreencias por parte de estados extranjeros, sobre variaciones intempestivas de la **legislación fiscal** que cambien los rendimientos esperados de los activos (a veces por simple trato diferencial de la inversión extranjera) y sobre restricciones al "cash out" de los flujos de fondos generados por la decisión, en el sentido de posibles **controles de capitales** que impidan que los retornos generados fluyan libremente, alterando por lógica el valor tiempo de los mismos, y por ende el rendimiento de la decisión tomada. En conjunto estas variables, agregan una prima de riesgo a la decisión internacional con respecto a la decisión local, que muchas veces consume y supera la baja de la rentabilidad requerida que permite la oportunidad de diversificar internacionalmente.

Es importante destacar que estos últimos tres aspectos, si bien infrecuentes, no están ausentes del todo en decisiones financieras locales. Un gobierno local puede expropiar activos de residentes y repudiar deuda con ellos, ejercer más presión fiscal y si bien es raro que no permita a sus dueños acceder a las rentas del capital, puede discriminar fiscalmente en contra de su retiro y hasta trabar momentáneamente el "cash out". No obstante hay una diferencia cualitativa importante: si lo hace, lo hará en general con todos los residentes (electorado) y no en forma discriminada con algunos. Por ello salvo contadas excepciones o cambios políticos y económicos muy profundos, debería ser sustancialmente menor la posibilidad que esto pase a nivel local por la propia resistencia de los residentes, siendo entonces estas variables, elementos diferenciales de la toma de decisiones internacionales en relación a las locales, y por lo tanto susceptibles de ser incorporadas al análisis.

## LOS TIPOS DE INTEGRACION

Para no repetir las características de cada uno de ellos mas adelante,

(2) La sigla ALADI corresponde a Asociación Interamericana de Integración.

(3) Cuando se habla de tipo de cambio de equilibrio, se mismo contempla variaciones a largo plazo producto de cambios en las productividades relativas y competitividad de las distintas economías involucradas.

se procede aquí simplemente a enunciarlos. Conforme a la taxonomía elegida, los mismos son:

1. Area de preferencia arancelaria.
2. Asociación de libre comercio.
3. Unión aduanera.
4. Mercado común.
5. Unión económica y monetaria.

## DEFINICION DE CADA TIPO DE INTEGRACION, Y ANALISIS DEL COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES CLAVE DE LA GESTION FINANCIERA INTERNACIONAL, EN CADA CASO

### 1. AREA DE PREFERENCIA ARANCELARIA

Se la define como el tipo de integración, en la que los países que la integran establecen para el comercio recíproco, tarifas menores a las que ellos aplican al resto de los países del mundo. Ejemplos han sido el tratado ALADI<sup>(2)</sup>, la Asociación de Cooperación Asia Pacífico (APEC).

Este tipo de integración, tal como su definición impone, se ocupa solamente de aspectos comerciales.

En relación al tipo de cambio, en principio los países miembros pueden realizar la política cambiaria que deseen, pero aparece una importante característica diferencial cuando un decisor de un país que pertenece al area de preferencia arancelaria quiere invertir en otro país que también pertenece al área y que no está presente cuando se trata de una decisión en un país extrazona.

De acuerdo a la ley del precio único o teoría de la paridad del poder adquisitivo, las devaluaciones intempestivas y volatilidad del tipo de cambio nominal no tendrían que influir en las decisiones financieras internacionales, pues con libre movilidad de los bienes y servicios, cualquier variación en el tipo de cambio nominal<sup>(3)</sup>, debería estar seguida por un ajuste en las tasas de inflación (vía variaciones en exportaciones e importaciones) que vuelva al equilibrio pre-devaluación el tipo de cambio real. Toda vez que lo que importa para la decisión de inversión, son los rendimientos reales, y el tipo de cambio real tiende a mantenerse en equilibrio, de funcionar la teoría, los tipos de cambio no serían una preocupación para las decisiones financieras internacionales.

En la práctica esto no ocurre pues operan la distancia, las barreras arancelarias y para arancelarias, los movimientos en la cuenta de capital que sostienen en el corto y mediano plazo desequilibrio, la orientación de los flujos comerciales de los distintos países hacia distintos mercados y la realidad de que no todos los bienes son transables fácilmente. Se dificulta así en la realidad, el ajuste

automático vía variación en los flujos de importaciones y exportaciones, que enuncia la teoría del precio único y que de operar a pleno mantendría el tipo de cambio real post-devaluación en valores pre-devaluación.

Ahora bien, establecer tipos arancelarios diferenciales permite justamente aumentar el comercio internacional entre países miembros del área de preferencia, con respecto al comercio con países que no pertenecen al área. A su vez, impide el uso de las barreras arancelarias y para-arancelarias como instrumento para mantener tipos de cambio reales de desequilibrio entre los miembros. Si se computa que en general estas integraciones se dan entre países limítrofes o cercanos (4), los bajos costos de flete hacen lo suyo, pudiéndose esperar que el aumento en el comercio a partir de la integración, sea significativo.

Por consiguiente, se puede inferir que a mayor comercio entre dos países, mayor posibilidad de que operen los mecanismos que sustentan la teoría del precio único, y a mejor funcionamiento de esta teoría, **menor volatilidad esperada en los tipos de cambio reales esperados entre tales países.**

Esto, obviamente, tiene su correlato en una inicial baja del efecto de la **diversificación internacional**. Si bien, por ser la modalidad más simple de integración el efecto no debería ser tan importante, el aumento del comercio entre países aumenta la dependencia mutua y problemas en uno implican problemas en el otro, aumentando la correlación entre los rendimientos esperados, por sobre lo que ocurriría si la integración no existiese.

En cuanto al resto de las variables, nada se puede concluir técnicamente (tal como se mencionó los acuerdos solo contemplan aspectos comerciales), pero dado que las mismas no dejan de tener un importante componente político, a mayor comercio internacional recíproco, se empieza a esbozar levemente un menor riesgo de que operen **expropiaciones, cambios fiscales compulsivos y restricciones al retorno de los flujos de las inversiones al país de origen**, cuando este es un país miembro de la integración.

## 2) ASOCIACION DE LIBRE COMERCIO

En esta tipología, los estados miembros establecen la eliminación de restricciones arancelarias y para arancelarias, en el comercio recíproco. Ejemplo son la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC) constituida por el tratado de Estocolmo de 1960, y el Nafta (5).

(4) Existen algunos casos de integración entre países pertenecientes a distintas regiones, sin vínculos culturales o históricos especiales que a priori los impulsen, pero es posible afirmar que el objetivo del aumento del comercio intra-regional, sigue siendo hoy en día, uno de los principales disparadores de los procesos de integración económica.

(5) Vale aclarar que el NAFTA (North American Free Trade Agreement) contiene algunas normas ambientales y sobre cuestiones laborales, que no permiten pensar en el mismo como una modalidad estricta de este tipo de integración.

Exige si bien no un arancel común extrazona (típico del estadio de integración que se verá en el punto 3), al menos normas claras de origen, toda vez que basta que exista un bien con altos componentes importados provenientes de un país extrazona, y que uno de los países miembros le ponga a esos componentes aranceles bajos y otro altos, para que se produzca un desequilibrio que amenace la industria en cuestión en el segundo país.

Las conclusiones son similares a las del caso anterior, en el sentido que **baja aún más el riesgo de volatilidad en el tipo de cambio real**. Reducir a cero los aranceles, mejora adicionalmente el tipo de cambio relativo entre los países miembros, con respecto a los no miembros, y esto debería incrementar aún más el comercio recíproco que en el caso anterior del área de preferencia arancelaria.

A mayor comercio, más posibilidades que los flujos de intercambio regulen el tipo de cambio real con respecto a lo que sería un país extrazona, y **menor volatilidad esperada** si se quiere que el acuerdo perdure.

Va de suyo que este tipo de integración, implica una **nueva disminución en el efecto de la diversificación internacional**, ya que a mayor comercio recíproco más dependencia de la evolución macro de los socios, y correlación más positiva en la evolución económica y de los negocios conjunta.

Aumenta el interés político en no expropiar activos, repudiar deuda, no castigar impositivamente, ni trabar la repatriación de rentas, de los países con los que se comercia intensamente en forma recíproca, sin embargo no hay necesariamente instancias que lo aseguren jurídicamente, ni incentivos económicos determinantes para que esto no ocurra.

## 3) UNION ADUANERA

Además de la eliminación de las restricciones arancelarias y para arancelarias, los miembros establecen un arancel común para aplicar a terceros países no miembros. Un bien extranjero puede ingresar por cualquier país miembro y una vez que ingresó no paga nuevamente arancel cuando pasa transformado o no a otro país miembro. Ejemplo sería la Comunidad Europea en instancia previa a la Unión Europea.

En esta tercer modalidad de integración, aumenta el comercio recíproco y se unifican las condiciones de comercio con el resto del mundo, lo cual hace más interdependientes a los países de la zona de integración entre sí. De hecho **la volatilidad del tipo de cambio empieza a perder espesor como variable clave**. Los tipos de cambio de equilibrio a largo plazo, comienzan a depender en forma casi exclusiva de la competitividad de cada país de la zona con respecto al otro, y de la competitividad conjunta de la zona con respecto a otros países o bloques extra-zona.

Aquí la **disminución en el efecto de la diversificación internacional** es aun mayor que en los dos casos anteriores, ya que

juegan no solo una correlación positiva macro y de negocios esperada producto del mayor comercio recíproco, sino producto de una similar respuesta de la evolución macroeconómica ante la del resto del mundo, motivada en la existencia de un esquema de aranceles comunes extra-zona.

**Siguen sin aparecer incentivos económicos contundentes e intrínsecos a la modalidad de integración, para no expropiar activos, repudiar deuda, no castigar impositivamente al inversor extranjero, ni trabar la repatriación de rentas,** por lo que los mismos siguen atados a lo que se defina políticamente, aunque con un riesgo significativamente menor que en los dos casos anteriores.

#### 4) MERCADO COMUN

Se caracteriza por la libre movilidad de los factores de producción entre los países miembros, además de las condiciones descriptas para una Unión Aduanera, siendo su ejemplo más acabado la CE (Comunidad Europea).

Los mecanismos para la vigencia de la ley del precio único, ante la movilidad de factores de producción libre, operan plenamente, haciendo aún más **convergentes los tipos de cambio** reales, y las tasas de inflación, y en consecuencia los tipos de cambio nominales, los cuales tendrán también mínima volatilidad

**La diversificación internacional como efecto se minimiza.** El sistema se asemeja más a un ámbito local con distintas monedas, y algunas variables diferenciales (que son en algunos casos más asimilables a diferencias entre municipios y estados de un mismo país) que a diferencias propias de un ámbito internacional de negocios.

Mientras en los tres estadios de integración anteriores, se debían armonizar normas sobre el ingreso de bienes, ahora se deberán armonizar además, sobre ingresos de personas (inmigración extra zona o factor de producción trabajo), capitales, políticas sociales y servicios estatales que generen presupuestos y presiones fiscales similares, etc.

Surge entonces la necesidad de un marco regulatorio supranacional que encuadre y estructure la libre movilidad de factores de producción. No obstante, la nota distintiva son los **incentivos económicos concretos para no expropiar o repudiar deuda, no castigar impositivamente en forma diferencial a la inversión extranjera, y por definición la libre movilidad de capitales entre países miembros** (ya que el capital es un factor más de producción y está alcanzado en la definición de libre movilidad de factores).

Al respecto, cabe reflexionar que la sola percepción de **posibilidades de expropiaciones** y o repudios de la deuda, generaría en el país con dicha problemática una prima de riesgo diferencial, que ningún decisor estaría dispuesto a asumir. La misma actividad con menor riesgo de expropiación o impago la podría hacer en el país de al lado, "llevando"

los activos, trabajadores, financiación, etc. y vendiendo el producido en el país original libremente, computando solamente como adicionales los costos de fletes.

Por su parte el establecimiento de **impuestos diferenciales fuertes**, implicaría un inmediato traslado de activos, capital y trabajadores a los países con menor imposición, para producir lo mismo con menor carga impositiva. A similar recaudación, similares posibilidades de servicios estatales y déficit fiscal, so pena de tener que subir impuestos, o endeudamiento y primas de riesgo soberano, y perder actividad económica.

Por último, tal como se mencionaba, **la libre movilidad de capitales** está implícita en la definición de mercado común, toda vez que es un factor de producción más. La misma lleva a una convergencia total de los tipos de interés reales, pues en caso de divergencia los ciudadanos alocarían sus excedentes libremente en el país con mayor tipo real, lográndose rápidamente el arbitraje.

Desapareciendo tipos de interés reales diferenciales, tasas de riesgo soberano diferencial, posibilidades de diversificación, y el resto de los factores de riesgo diferencial, las tasas de descuento de los proyectos deberían ser similares en todo el mercado común, cambiando solo el flujo de fondos esperado, en función de particularidades de ubicación de las materias primas, gustos de los consumidores, costos de fletes y transportes (o más genéricamente diferenciales de infraestructura nacional) y productividades diferenciales de algunos factores no tan fácilmente trasladables en la práctica, más allá de serlo libremente en la teoría.

#### 5) UNION ECONOMICA Y MONETARIA

Se agrega al estadio anterior de Mercado Común, una moneda única, siendo su exponente máximo actual la Unión Monetaria Europea o Zona del Euro.

Este tipo de integración aparece como posibilidad, una vez lograda la integración del paso anterior y la convergencia previa de la mayoría de las variables macroeconómicas.

Por definición **desaparece totalmente el riesgo de cambio**, en la toma de decisiones, pues ya no se realizan negocios intra-zona en diferentes monedas, sino en la única moneda de circulación legal existente.

La política monetaria, tal vez una de las únicas variables importantes manejadas individualmente por los estados, se unifica y delega en una autoridad monetaria supranacional. Al converger los instrumentos monetarios, se ligan más los destinos de estas economías, **siendo entonces muy escasa la posibilidad de diversificación internacional dentro de los países de la zona** (más allá de algunos rendimientos puntuales mejores o peores esperables, el componente de riesgo sistemático de la zona adquiere como variable

un peso determinante).

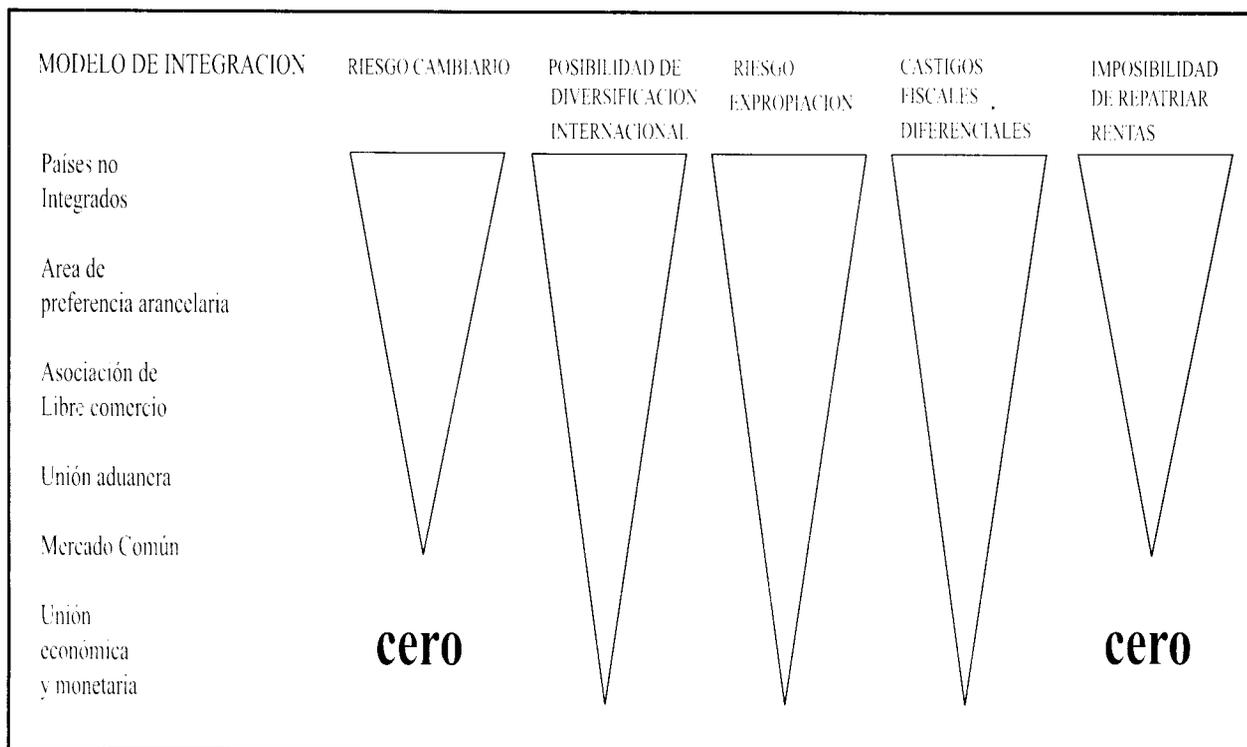
Al irrumpir la moneda única, aparece para estos países una única unidad de cuenta, y la información para la toma de decisiones fluye mas fácilmente, consolidando la convergencia.

Obviamente se refuerzan los incentivos económicos para eliminar los **riesgos de expropiación**, la posibilidad del repudio de deuda, y los **impuestos diferenciales**, siendo la **libre movilidad del capital** existe

por definición misma del modelo.

En este último sentido al haber moneda única, hay un solo medio de cancelación de las transacciones, pudiéndose establecer un sistema de pagos en tiempo real transnacional, que imprima dinamismo adicional al intercambio económico.<sup>66</sup>

El gráfico que se expone a continuación, representa las conclusiones desarrolladas:



### LAS IMPORTANCIA DE LAS ESTRUCTURAS JURIDICAS

La taxonomía utilizada para el análisis, contempla la descripción solamente de aspectos económicos de la integración, pero nada dice de los aspectos del andamiaje jurídico que soporta a cada uno de los modelos.

Si bien es difícil hacer una clasificación de las modalidades jurídicas que soportan esquemas de integración, y mas difícil aún hacerlas coincidir o combinar con las modalidades clasificadas y analizadas en este trabajo, el tema es central en la gestión financiera internacional moderna, por lo cual debe ser conocido y ponderado por quien maneja la decisión de alocar activos en el exterior.

<sup>66</sup> El sistema TARGET "Trans European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer", será el sistema de pagos del euro en tiempo real, e involucrará quince sistemas nacionales de pagos y al Banco Central Europeo.

Los tratados mejor redactados pueden resultar letra muerta, y ser nulos en sus efectos económicos sin un andamiaje jurídico que proporcione reglas de juego claras, recursos rápidos y justos en caso de conflictos para las partes involucradas.

En este sentido, vale apuntar que funcionan a nivel de una integración, muchas de las mismas reglas que definen la fortaleza institucional, el marco de seguridad jurídica y por ende un ambiente favorable para el desarrollo de negocios, que en un contexto local.

La elección democrática por parte de los ciudadanos de los países miembro, de quienes dictarán las normas supranacionales que rijan aspectos sustanciales de sus vidas, la independencia de estos representantes con respecto a los gobiernos locales puntualmente en el poder en cada país, la clara delegación de las competencias desde los

estados soberanos hacia los entes supranacionales, el rápido y directo acceso ya no solo de los estados miembro, sino de los agentes económicos que operan en dichos estados miembro, a tribunales independientes que juzguen la correcta aplicación de la normativa común, la coordinación de las políticas macroeconómicas, el respeto a las reglas de juego, etc. tienen como correlato integraciones que perduran en el tiempo, se consolidan y evolucionan a formas más acabadas y completas, con el beneficio claro que acarrea desde el punto de vista del desarrollo económico de los estados miembro, una integración armónica.

### LA GESTIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL SE ENTENDERÁ EN EL FUTURO A PARTIR DE UN ANÁLISIS BLOQUE A BLOQUE?

Es altamente probable que en el futuro, de consolidarse los bloques de integración existentes, de evolucionar cada uno de ellos a formas más acabadas de integración, la diversificación internacional no tenga más de un puñado de alternativas planetarias de concreción. Es

*(7) Si bien el proceso de esta empresa es reciente, vale recordar para citar un hecho reciente, las promesas de salvataje efectuadas por parte del Gobierno italiano al grupo Parmalat, ante la crisis de este gigante lácteo emblemático de la industria italiana*

probable también, que existan relativamente pocas monedas, y, de evolucionar favorablemente el marco de desarrollo del comercio mundial, se diluyan muchos de los riesgos relacionados con expropiaciones, castigos fiscales diferenciales y restricciones a la movilidad de capitales.

De concretarse este escenario, la gestión financiera internacional vista desde la óptica de las finanzas corporativas, se interesará a futuro, más de las particularidades que implique tomar decisiones financieras en un bloque perteneciendo el decisor a otro, que de país a país.

De todos modos el proceso será lento y no total. En cualquier caso las distancias, diferencias de gustos, diversidades culturales y las identidades nacionales harán lo suyo y reservando algunos espacios que quedarán a resguardo de los procesos de integración, y por lo tanto parcialmente del nuevo enfoque.

Por su parte también es probable que empresas líderes o emblemáticas en cada país, sigan manteniendo en sus estados de residencia original mayores posibilidades de salvataje gubernamental ante eventos financieros que comprometan su continuidad, facilidad con la que no contarán en general, en los países en los que desarrollan sus operaciones internacionalmente, lo cual seguirá marcando una diferencia a tener en cuenta, inscrita ya no tanto en el marco del bloque de pertenencia, sino en el del país de origen.(7)

---

## BIBLIOGRAFIA

- \* Stanley, Fischer; Rudiger, Dornbusch; Richard, Schmalensee; *Economía*. Ed. Mc. Graw Hill.
- \* William J. Baumol - Herrero Hermanos, Sucesores, S.A *Teoría Económica y Análisis de Operaciones*. Editores México.
- \* Martín, Paula . *Aspectos Generales del Euro* - Revista *Desarrollo y Gestión* - Ed. Errepar - Tomo III
- \* José M., Maltese. *El pago electrónico en la Argentina* - Revista *Desarrollo y Gestión* - Ed. Errepar - Tomo II
- \* Richard, Brealey; Stewart, Myers . *Principios de Finanzas Corporativas* .Mc. Graw Hill.