

**SUBUTILIZACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA:
EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LOS MECANISMOS DE COBERTURA
CAMBIARIA**

**NORMA INES ARROYO VERBEL
YANIA CRISTINA GIL BUELVAS**

UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR

PROGRAMA DE FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES

MINOR EN FINANZAS

CARTAGENA DE INDIAS

2008

**SUBUTILIZACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA:
EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LOS MECANISMOS DE COBERTURA
CAMBIARIA**

NORMA INES ARROYO VERBEL

YANIA CRISTINA GIL BUELVAS

**Monografía presentada para optar por el título de profesional en Finanzas y
Negocios Internacionales**

ASESOR

HERNAN VALDIVIESO LAVERDE

Economista. Magister en Economía.

UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR

PROGRAMA DE FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES

MINOR EN FINANZAS

CARTAGENA DE INDIAS

2008

Cartagena de Indias, Octubre 20 de 2008

Señores:

Departamento de Investigaciones

Universidad Tecnológica de Bolívar

Ciudad

Estimados Señores:

La presente tiene como objeto comunicarles que he dirigido a los estudiantes, NORMA INES ARROYO VERBEL y YANIA CRISTINA GIL BUELVAS, en el desarrollo de la Monografía titulada **“SUBUTILIZACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA: EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LOS MECANISMOS DE COBERTURA CAMBIARIA”**. Presentado como requisito parcial para obtener el título de Minor en Finanzas.

Atentamente,

HERNAN VALDIVIESO LAVERDE

Economista. Magíster en Economía.

Cartagena de Indias, Octubre 29 de 2008

Señores

UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA DE BOLÍVAR

DIRECCION PROGRAMA DE FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES

Atn. Sr. Víctor Espinosa

Ciudad

Cordial saludo,

Por medio de la presente me dirijo a usted con el propósito de hacer la entrega de la Monografía titulada **“SUBUTILIZACIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA: EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LOS MECANISMOS DE COBERTURA CAMBIARIA”** (3 ejemplares), para su revisión y evaluación. Presentado como requisito parcial para obtener el título de Profesional en Finanzas y Negocios Internacionales.

Atentamente,

NORMA INES ARROYO VERBEL

Estudiante de Finanzas y Neg. Int'les.

YANIA CRISTINA GIL BUELVAS

Estudiante de Finanzas y Neg. Int'les.

NOTA DE ACEPTACION:

=====

=====

=====

=====

Firma de Presidente del Jurado

=====

Firma del Jurado

=====

Firma del Jurado

Cartagena (), () de 2008.

Cartagena de Indias, D.T.C.H, Diciembre 04 de 2008

AUTORIZACION

Yo, **YANIA CRISTINA GIL BUELVAS**, identificada con Número de Cedula 1.103.948.275 de San Juan de Betulia (Sucre), autorizo a la Universidad Tecnológica de Bolívar para hacer uso de mi trabajo de grado y publicarlo en el catálogo Online de la biblioteca.

Yania Cristina Gil Buelvas

DEDICATORIAS

A Dios, por permitir que todos mis esfuerzos no fueran en vano y darme fuerzas para poder superar todos los obstáculos que a través del tiempo se me han presentado, y poder aprender de ellos.

A mi madre y mi hermano que con todos sus esfuerzos y apoyo han sido la motivación para lograr mis metas.

A todos aquellos que de una u otra manera ayudaron a que pudiera cumplir esta meta.

Yania C. Gil Buelvas

A Dios, por la oportunidad de realizar mis estudios superiores, por guiarme durante el proceso y permitirme finalizarlos exitosamente.

A mis padres y mi hermana por el apoyo que en todo momento me han brindado y por su ejemplo de vida que me ha inspirado a salir adelante y ser cada día una mejor persona.

Norma Inés Arroyo Verbel

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos al Profesor Hernán Valdivieso por aportarnos sus conocimientos y guiarnos en la elaboración de la presente monografía. A todo el cuerpo de profesores que a lo largo de la carrera nos apoyaron y ayudaron a sentar nuestras bases como profesionales en finanzas y negocios internacionales y a nuestros compañeros de estudio, por contribuir al proceso de retroalimentación del aprendizaje.

Agradecemos especialmente a la Universidad Tecnológica de Bolívar por brindarnos siempre las herramientas necesarias en nuestro proceso de formación como profesionales y personas de bien para la sociedad.

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	12
0.1 IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA.....	3
0.2 OBJETIVOS.....	7
0.2.1 OBJETIVO GENERAL.....	7
0.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	7
0.3 JUSTIFICACIÓN.....	8
0.4 ANTECEDENTES DE INVESTIGACIÓN	10
0.5 METODOLOGÍA DE TRABAJO.....	12
0.5.1 TIPO DE INVESTIGACIÓN.....	12
0.5.2 TÉCNICAS Y ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN	12
0.5.3 RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN.....	12
0.6 LOGROS ESPERADOS	13
0.7 HIPÓTESIS.....	14
1. ORIGEN, COMPOSICION Y EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS EN EL MUNDO Y EN COLOMBIA.....	15
1.1 ORIGEN DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS EN EL MUNDO.....	15
1.2 OPERACIONES DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS	21
1.3 AGENTES QUE ACTÚAN EN LOS MERCADOS DE DERIVADOS	23
1.4. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS EN COLOMBIA	26
2. ANALISIS DEL RIESGO CAMBIARIO.....	31
2.1 CONCEPTOS BÁSICOS.....	31
2.2 VARIABLES QUE AFECTAN EL TIPO DE CAMBIO	33
2.3 TIPOS DE EXPOSICIÓN CAMBIARIA.....	37
2.4 TÁCTICAS Y ESTRATEGIAS PARA REDUCIR EL RIESGO CAMBIARIO	38
2.5 AGENTES ECONÓMICOS AFECTADOS POR EL RIESGO CAMBIARIO.	38
2.6 COBERTURAS CAMBIARIAS	40
2.7 MARGEN DE INTERMEDIACIÓN Y PORCENTAJE DE COSTOS EN MONEDA EXTRANJERA	43
2.8 ALTERNATIVAS DE COBERTURA DE INSTITUCIONES FINANCIERA...	44

3. DIAGNÓSTICO DEL ORIGEN Y NIVEL ACTUAL DE DESARROLLO DE INSTRUMENTOS DE COBERTURA CAMBIARIA EN COLOMBIA	49
3.1 ORIGEN Y EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE CAMBIO EN COLOMBIA.	49
3.2 CÁMARAS DE COMPENSACIÓN	51
3.3 COBERTURAS NATURALES	53
3.4 CUENTAS DE COMPENSACIÓN	54
3.5 COBERTURAS FINANCIERAS O SINTÉTICAS: FUNCIONES Y VENTAJAS.....	55
4. PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE DERIVADOS Y LOS MECANISMOS DE COBERTURA CAMBIARIA EN COLOMBIA.....	64
5. CONCLUSIONES	76
BIBLIOGRAFIA.....	78

RESUMEN

Dada la constante volatilidad presente en los mercados financieros, en cuanto a índices, tasas de interés y divisas, las empresas se ven expuestas a los riesgos que traen consigo dichas volatilidades. En Colombia la volatilidad de tasa de cambio es la que más afecta al sector real de la economía por el riesgo que representa, contra el cual, paradójicamente, no se toman las coberturas necesarias que ofrece el mercado de derivados. En ese sentido, el desarrollo de la presente investigación constituye un diagnóstico de la situación actual del mercado de derivados en Colombia, centrándose en el grado de utilización que tienen los derivados de cobertura cambiaria por parte de las empresas, con el fin de plantear propuestas para contribuir a la difusión de los derivados de cobertura cambiaria y el desarrollo del mercado de derivados del país.

La presente es una investigación descriptiva para cual, primero se sentaron los antecedentes del mercado de derivados en el mundo y las características particulares del colombiano. Se identificaron y definieron los tipos de contratos que ofrece el mercado de derivados en el país, analizando el riesgo cambiario y las implicaciones que éste tiene sobre los ingresos de las empresas detallando los mecanismos de cobertura cambiaria, sus ventajas y desventajas para los empresarios. Con base en esto, se evaluó el nivel desarrollo del mercado de derivados y la utilización de los mecanismos de cobertura cambiaria en Colombia, a partir de lo cual se plantearon cuatro propuestas específicas en pro de su difusión y desarrollo.

INTRODUCCIÓN

En los mercados financieros la volatilidad siempre ha sido la principal constante, el elemento que está presente en cada operación realizada. Volatilidad de índices, divisas y tasas afecta de manera permanente en mayor o menor medida los mercados financieros y sus participantes, y por supuesto al sector real de la economía, es decir a las empresas, que cada vez se ven más involucradas en este contexto por el fenómeno de la globalización de los mercados. Es claro que las empresas Colombianas también enfrentan las consecuencias de las volatilidades de los mercados financieros en especial la de la tasa de cambio, que para exportadores e importadores representa un desafío en cuanto a cómo pueden neutralizar los efectos que en sus ingresos tienen los cambios en este indicador. Con el fin de afrontar estos riesgos resultantes de las volatilidades, surgieron los mercados de derivados, en los cuales se negocian contratos sobre valores que se "derivan", de un activo principal llamado "bien subyacente", o de valores de renta fija, de renta variable, o de índices compuestos por varios valores o materias primas. La función de los derivados es neutralizar posibles riesgos de precio o de mercado operando como un seguro que se liquida por diferencias entre el precio de mercado del bien subyacente y el precio pactado.

A pesar de las ventajas que representan los derivados para los empresarios en cuanto a la cobertura de riesgos y con los medios disponibles para realizarlos, empresas cuyos ingresos dependen de las fluctuaciones de la divisa, se ven afectadas significativamente por las fluctuaciones en la tasa de cambio. El principal propósito de este trabajo de investigación es presentar la manera en que las empresas Colombianas hacen uso escaso del mercado de derivados y los mecanismos de cobertura cambiaria, describir el estado actual de este mercado y

plantear propuestas para contribuir a la difusión de los derivados de cobertura cambiaria entre las empresas y aumentar el nivel de utilización de los productos que ofrece este mercado.

El presente documento ofrece, en primera instancia, una contextualización en cuanto al origen y la manera como operan los mercados de derivados en el mundo y en Colombia. Así mismo, se describe y analiza detalladamente el riesgo cambiario considerando las variables que afectan el tipo de cambio y sus implicaciones tanto para exportadores como para importadores; además de un diagnóstico del origen y nivel actual de desarrollo del mercado de derivados y los mecanismos de cobertura cambiaria en Colombia, que ilustra la situación de las empresas frente a esta realidad.

Finalmente, se pretende plantear una serie de perspectivas para el mercado de derivados en Colombia con base en el progreso reciente del mismo, así como propuestas para acrecentar su uso, difusión y desarrollo, de modo que represente un beneficio para las empresas, las instituciones financieras, el Estado y la economía en general.

0. PROPUESTA DE MONOGRAFIA

0.1 IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA.

La dinámica de los negocios internacionales evoluciona cada día, actualmente el ritmo de crecimiento de los ingresos que obtienen los países por concepto de importaciones, exportaciones y todo tipo de inversión extranjera es más acelerado de lo que se pudo haber imaginado hace algunos años. Para Colombia esta tendencia no es ajena. Las importaciones del país el primer trimestre del año alcanzaron una cifra histórica de US\$ 7.389 millones CIF lo que significa un 31% superior a lo registrado durante el mismo periodo del año 2006. Además en el periodo Enero-Marzo del presente año las exportaciones llegaron a un total de US\$ 6.116 millones, 12% superior a la registrada el mismo periodo del año pasado. Así mismo, la variación en las exportaciones no tradicionales Enero-Abril del 2006 al mismo periodo 2007 fue positiva en 20.2%¹. Sin embargo, con el incremento de las exportaciones no tradicionales hay cada vez más pequeñas y medianas empresas expuestas a los riesgos de mercado y con ello muchos exportadores e importadores que temen negociar por las variaciones de la moneda.

Desde Octubre de 1999 Colombia tiene un régimen cambiario de libre **flotación**, lo que significa que el precio de las divisas, y en particular de los dólares de E.E.U.U, está definido por el mercado. Existen algunas circunstancias en las que el Banco de la República participa en dicho mercado pero en general es la oferta y demanda de dólares de otros agentes la que determina el precio de éstos. El hecho de que la tasa de cambio fluctúe libremente hace que los agentes que tienen activos o pasivos denominados en otras monedas estén expuestos a riesgo cambiario, puesto que el valor en pesos de sus saldos está afectado por las

¹ Informe consolidado Exportaciones, Turismo e Inversión. Proexport Colombia Jun 2007

variaciones en el precio de las divisas, a menos que posean mecanismos de cobertura natural, que se presenta cuando un agente tiene tanto activos y pasivos en moneda extranjera de manera que cuando caiga el efecto sobre el activo se compense por el efecto sobre el pasivo; condición que en realidad muy difícilmente se presenta para los negociadores, especialmente las pequeñas y medianas empresas.

Fue por esta razón que se crearon los mercados de futuros, entendiéndolos como un acuerdo para realizar un intercambio determinado en algún momento del tiempo. Aunque es un hecho que toda operación de comercio exterior tiene un riesgo inherente porque se involucran divisas, aún muchos entes que negocian en este tipo de operaciones no recurren a los instrumentos de cobertura que ofrece el mercado, con los que pueden neutralizar los efectos negativos de las fluctuaciones cambiarias, muestra de ello son las reacciones negativas de los exportadores que no se han hecho esperar ante periodos de revaluación del peso frente al dólar, ya que debido a ello registran una importante disminución de sus ingresos en relación a lo presupuestado.

Para Colombia, Durante 1997-2005 se ha observado una tendencia creciente a favor del uso de contratos derivados para hacer coberturas cambiarias. Por ejemplo, el número de operaciones *forwards* pasó de 2.686 en 1997 a 37.417 en 2005, multiplicándose casi catorce veces dicho volumen. Adicionalmente, el monto transado mensualmente ascendió en US\$5.567 millones entre 1997 y 2005, pasando de valores de US\$419 millones mensuales promedio a US\$5.986 millones. Esto también se puede corroborar al analizar los montos transados anualmente, los cuales se expandieron de US\$5.025 millones en 1997 a US\$71.828 millones en 2005².

² Anif-Deceval. Enfoque mercado de capitales. Estructura y desarrollo del mercado de derivados en Colombia. Publicación Noviembre 30 de 2006.

Sin embargo, En Colombia no hay una bolsa de derivados desarrollada y como en la mayoría de países en desarrollo este tipo de operaciones se hacen en mercados tipo mostrador (Over The Counter), teniendo una mayor concentración en coberturas para tasas de cambio que es actualmente la más relevante teniendo en cuenta la volatilidad del dólar en los últimos periodos. Según el Banco de la República, el 87% de los derivados sobre TRM se concentra en *forwards*, el 9% en *swaps* de divisas y sólo un 4% se dedica a opciones.

La importancia de este tipo de instrumentos es fundamental para el desarrollo de las empresas que conforman una economía, especialmente para las pequeñas y medianas empresas que necesitan resguardar sus flujos de dinero de manera tal que la incursión en mercados extranjeros no sea una experiencia desalentadora.

En Colombia el avance que han tenido las pequeñas y medianas empresas en los últimos tiempos ha sido bastante positivo, aunque podría ser mejor si éstas tuvieran un mejor manejo de los riesgos que implica actuar en mercados de otros países (principalmente el riesgo cambiario), para lo cual necesariamente deberían hacer uso de los mecanismos de cobertura que ofrece el mercado.

Es por esto, que se genera la necesidad de realizar una investigación que permita realizar un diagnóstico de la situación vigente del mercado de derivados en Colombia, comprobando su actual sub-utilización más específicamente de los instrumentos de cobertura cambiaria por parte de los agentes económicos que se ven afectados por este tipo de riesgos (particularmente empresas y empresarios exportadores y/o importadores); para sentar las bases para la difusión y profundización acerca de este tipo de mecanismos con el objeto de detectar los problemas y factores que han influido en el desarrollo de estos, de modo que se puedan elaborar una serie de perspectivas y posibles soluciones a las falencias en el desempeño de estos mercados en el país.

Se pretende incentivar a los agentes del sector real de la economía a usar el mercado de derivados como alternativa para el manejo del riesgo cambiario, hacer un llamado al fortalecimiento de dicho mercado y de esta manera lograr que los mecanismos de cobertura cambiaria que ofrece el mercado de derivados sean más accesibles a las empresas que buscan formas de eliminar o neutralizar el riesgo inherente a las operaciones financieras, con el fin de apoyar el desarrollo del país como participante activo del comercio internacional.

0.2 OBJETIVOS

0.2.1 OBJETIVO GENERAL.

Diagnosticar la situación actual del mercado de derivados en Colombia, específicamente del grado de utilización de los mecanismos de cobertura cambiaria, con el fin de proponer posibles formas de difusión de este tipo de instrumentos financieros en el sector empresarial del país.

0.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Conocer los antecedentes y evolución del Mercado de derivados y mecanismos de cobertura cambiaria en Colombia.
- Analizar la estructura y funcionamiento del Mercado de derivados y mecanismos de cobertura cambiaria en Colombia.
- Mostrar las características que han limitado el desarrollo de este mercado en Colombia.
- Realizar un diagnóstico del nivel actual de desarrollo de instrumentos de cobertura cambiaria en Colombia.
- Detectar los problemas y limitaciones que afectan el Desarrollo de los instrumentos de cobertura cambiaria que ofrece el mercado de derivados en Colombia.
- Plantear propuestas sobre formas de difusión de los mecanismos de cobertura cambiaria entre las empresas del sector real y financiero, especialmente pequeñas y medianas empresas.

0.3 JUSTIFICACIÓN

A medida que la internacionalización de las empresas Colombianas aumenta, al buscar competitividad en su sector y éxito económico, se ven enfrentadas a la creciente volatilidad en los mercados financieros, lo que hace que el manejo del riesgo a través de herramientas que garanticen protección ante las volatilidades, especialmente las que se derivan del intercambio de divisas propio del comercio internacional, sea cada vez más importante y necesario. En este orden de ideas, los instrumentos derivados se perfilan como las herramientas más eficaces para que los agentes afectados por el riesgo cambiario logren su objetivo de protección, puesto que han sido diseñados precisamente con ese fin.

A pesar de que en Colombia la volatilidad de las tasas de cambio es un factor inminente y constante, y que ha habido crecimiento de los volúmenes transados de contratos derivados, la utilización de este tipo de herramientas no es plena ni el mercado de derivados está completamente desarrollado en el país. Por lo tanto, se justifica realizar una investigación con respecto al tema en la que se puedan explorar los porqués de la sub-utilización de este mercado y las perspectivas para el mismo en Colombia a partir de la situación actual.

Desde el punto de vista teórico, esta investigación generará reflexión y análisis en cuanto al tema a tratar tanto en el ámbito académico como en el sector empresarial y de las autoridades económicas Nacionales, ya que al ahondar en la situación que rodea la evolución del mercado de derivados, los mecanismos de cobertura cambiaria en el país y su relación con el sector real, con seguridad se suscitarán nuevas perspectivas para su estudio, es decir que conllevará a generar epistemología del conocimiento existente.

Desde el punto de vista metodológico, por medio de la presente investigación se efectúa una observación o análisis detenido de la materia investigada, de manera que se realiza un estudio crítico con bases racionalistas para generar un conocimiento válido y confiable que pueda llegar a ser útil dentro del área de los mercados financieros en particular y de las ciencias económicas en general.

Desde la perspectiva práctica, esta investigación servirá para mostrar a los agentes del sector real la importancia de contar con instrumentos derivados como estrategia para cubrirse de los riesgos cambiarios, de manera que puedan mejorar su desempeño, y a los agentes financieros y autoridades económicas la importancia del desarrollo de un mercado de derivados profundo en el país.

Por último, profesionalmente pondrá en manifiesto los conocimientos adquiridos durante la carrera y el Minor en Finanzas, permitiendo sentar las bases para otros estudios que surjan partiendo de la problemática aquí especificada.

0.4 ANTECEDENTES DE INVESTIGACIÓN

En cuanto a Antecedentes de investigación referentes al tema que en este documento se trata, el antecedente más importante fue el trabajo realizado por Iván Darío Ochoa y Cristina González, el año 2007, llamado **“Evaluación del Mercado de Opciones Sobre Tasas de cambio: perspectivas para una mejor utilización”**. Este trabajo resume, que la economía y el mercado externo colombianos se encuentran ante el gran reto que imponen la internacionalización y globalización de los mercados y el plan de desarrollo Visión Colombia Segundo Centenario 2019. Este hecho obliga a que las empresas deban incrementar sus negociaciones en divisas, particularmente en dólares de los Estados Unidos de América. En consecuencia, estarán más expuestas al riesgo cambiario, contra el cual deben protegerse haciendo coberturas.

También concluyen que hay falta de difusión de los mecanismos para hacer la cobertura cambiaria, lo cual alcanza el 25,6% de las empresas que no la hacen. Además, el 20,5% argumenta que el costo de la cobertura es alto, pero al parecer, en esta evaluación no se tiene en cuenta el costo de la posible pérdida asociada al riesgo cambiario³.

Otro artículo publicado en la página de web de Latinpyme llamado **El sistema financiero ofrece buenas alternativas para enfrentar la variación de la tasa de cambio. 2008**⁴, resume que debido a la fuerte fluctuación de la tasa cambiaria que viene ocurriendo desde 2004, diferentes sectores de la economía nacional se han visto seriamente afectados en sus finanzas; tal es el caso de el sector bananero

³ <http://revista.eia.edu.co/articulos7/13-Articulo.pdf>

⁴ http://www.latinpyme.com.co/asp_noticia.asp?ite_id=7281&pla_id=1&cat_id=2551&cat_nom=Finanzas

que en consecuencia del fenómeno que viene sucediendo, aproximadamente 15 fincas bananeras del Urabá y Magdalena fueron cerradas por efecto de la revaluación.

Hechos como éste demuestran cómo a pesar de que existen instrumentos para enfrentar esta clase de eventos y proteger las finanzas, aún se siguen viendo casos tan alarmantes como el ejemplo, originados por la falta de cultura cambiaria y el uso de sus mecanismos.

Entidades del sistema financiero como los bancos, Interbolsa o la Bolsa de Valores de Colombia y otros intermediarios ofrecen alternativas de cobertura cambiaria, un sistema que funciona hace muchos años en Colombia y en el mundo, pero que actualmente es utilizado por muy pocas empresas del país quienes por no tomar las medidas pertinentes con anterioridad, hoy ven el reflejo de no actuar a tiempo.

Estas herramientas, además de proteger de los riesgos causados por las fluctuaciones de la divisa a la empresa misma, son a la vez un recurso para proteger el crecimiento de la economía del país y de garantizar la sostenibilidad y generación de empleo.

0.5 METODOLOGÍA DE TRABAJO

0.5.1 TIPO DE INVESTIGACIÓN

La metodología del presente estudio se basa en un enfoque descriptivo, ya que pretende llegar a conocer la situación actual del mercado de derivados en Colombia a través de la descripción del mismo y lograr la identificación de la relación entre las empresas del sector real y el uso de los mecanismos de cobertura cambiaria.

0.5.2 TÉCNICAS Y ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN

Para el desarrollo de la investigación se aplicó el análisis documental mediante la consulta de libros, artículos de revistas especializadas, informes técnicos, tesis e investigaciones de organismos nacionales e internacionales estudiosos de los mercados de derivados y los mecanismos de cobertura cambiaria.

0.5.3 RECOLECCIÓN DE LA INFORMACIÓN

Las fuentes de la información son secundarias, ya que se recurrió a antecedentes, estadísticas del sector o puntos de vistas expuestos en investigaciones referentes al tema, dichos documentos son originarios de de las diferentes entidades que regulan el sistema financiero como: ASOBANCARIA, CIFIN, ANIF, Banco Mundial, entes del gobierno, entre otros.

0.6 LOGROS ESPERADOS

Por medio del presente estudio, se pretende elaborar un texto de investigación de tipo monográfico en el cual se diagnostique la situación actual del mercado de derivados en Colombia, y con base en ello plantear propuestas para que el mercado de derivados y en especial los mecanismos de cobertura cambiaria sean ampliamente difundidos y por ende se acreciente su uso de manera correcta.

0.7 HIPÓTESIS

¿Los mecanismos de cobertura cambiaria disponibles en el mercado de derivados colombiano, son ampliamente utilizados por las empresas del sector real del país?

¿Una mayor utilización los mecanismos de cobertura cambiaria permitirá el desarrollo del mercado de derivados en el país y un mejor desempeño económico de las empresas que hagan uso de ellos?

1. ORIGEN, COMPOSICION Y EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS EN EL MUNDO Y EN COLOMBIA

En este capítulo se describe el origen, composición y evolución de los mercados de derivados en el mundo y Colombia, además se hará énfasis en la estructura y funcionamiento del Mercado de derivados y mecanismos de cobertura cambiaria en Colombia.

1.1 ORIGEN DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS EN EL MUNDO

Los mercados financieros se componen de tres mercados fundamentales; los mercados de deuda, (que incluyen los mercados interbancarios, los de divisas, los monetarios y otros de renta fija), los mercados de acciones y los mercados de derivados. En los mercados de derivados, como lo indica su nombre, se negocian valores que se "derivan", de materias primas denominadas activos subyacentes, o de valores de renta fija, de renta variable, o de índices compuestos por varios valores o materias primas. Teniendo en cuenta esto, los mercados de derivados se pueden separar en dos segmentos; "Mercados de Derivados No Financieros" y "Mercados de Derivados Financieros". En ambos se negocian dos tipos definidos de valores; contratos a futuro y contratos de opciones.

El mercado de derivados flota paralelo al mercado real en el que se transan bienes subyacentes y también activos financieros. La función de los derivados es neutralizar posibles riesgos de precio o de mercado que aparecen en la operación financiera, es decir que operan como un seguro que se liquida por diferencias

entre el precio de mercado del bien subyacente y el precio pactado. Surgen por la necesidad de cobertura que algunos inversionistas tienen ante la volatilidad de los precios de los bienes subyacentes.

Se cree que los contratos adelantados se utilizaban como instrumentos de intercambio en la India hace 2000 años A.C, y que también se utilizaban en la época grecorromana. Sin embargo, el origen de los mercados de derivados se puede situar más específicamente a finales del Siglo XIX, cuando el desarrollo económico, mejoras en las comunicaciones, y del mercado en general aumentó en forma notable la volatilidad de los precios de las materias primas, tanto agrícolas como industriales. En EEUU, por ejemplo, un hecho notable era la situación que se presentaba cuando las cosechas de cereales desembarcaban en los mercados centrales e inundaban los silos para presionar a la baja de los precios. Esto provocó que agricultores y fabricantes se pusieran de acuerdo para entregar la mercancía a una fecha y precio fijado previamente. Dichos acuerdo, pasaron a ser considerados contratos que, posteriormente, se comenzaron a negociar entre fabricantes y a la postre entre agricultores y especuladores⁵.

De igual manera, la terminación del acuerdo de Bretton Woods a finales de los 70's impulsa el dinamismo de los mercados de derivados, que se perfilaban como una herramienta para enfrentar el riesgo de las volatilidades de las tasas de interés y los tipos de cambio flotantes adoptados por las más fuertes monedas del mundo.

El Chicago Board of Trade fue el primer mercado organizado de futuros. Oficialmente fundado en 1848, este mercado empezó con los agricultores al tener la necesidad de asegurar el precio de sus cosechas. Actualmente, es en Chicago

⁵ Véase: <http://www.bolsaone.com/www/manual/futuros.asp?lang=es&doc=0>

donde se ubican los tres mercados más importantes en cuanto a volumen de contratación se refiere, dichos mercados son:

- Chicago Board of Trade (CBOE)
- Chicago Mercantile Exchange (CME)
- Chicago Board Options Exchange (CBOE)

En la década de los ochenta, aproximadamente diez años después de su creación en Estados Unidos, los contratos de futuros y opciones financieras llegan a Europa, constituyéndose gradualmente mercados de derivados en los siguientes países, según lo indica la investigación de Arturo García Santillán en cuanto a Mercados de Derivados:

- Holanda EOE (*European Options Exchange*) 1978
- Reino Unido LIFFE (*London International Financial Futures Exchange*) 1978
- Francia MATIF (*Marché a Terme International de France*) 1985
- Suiza SOFFEX (*Swiss Financial Futures Exchange*) 1988
- Alemania DTB (*Deutsche Terminbourse*) 1990
- Italia MIF (*Mercato Italiano Futures*) 1993.

Otros países como: Suecia, Bélgica, Noruega, Irlanda, Dinamarca, Finlandia y Austria también cuentan con mercados organizados de productos derivados, mientras que Portugal está en período de pruebas, hallándose en una fase de proyecto muy avanzado, que sin duda le llevará al inicio de la actividad negociadora en breve.

Otros países que disponen de mercados de futuros y opciones son Japón, Canadá, Brasil, Singapur, Hong Kong y Australia.

De acuerdo a García Santillán, un rasgo característico en todos los países que han implantado mercados de productos derivados ha sido el éxito en cuanto a los

volúmenes de contratación se refiere. Han crecido espectacularmente, superando en muchas ocasiones a los volúmenes de contratación de los respectivos productos subyacentes que se negocian al contado, considerando que éstos también han experimentado considerables incrementos en sus volúmenes de negociación.⁶

Para el caso específico de Latinoamérica, sólo algunos países como México, Brasil y Chile han logrado avanzar significativamente en cuanto a mercados de instrumentos derivados y son éstos los que servirán como referencia para analizar la situación de Colombia, por lo que es necesario detenerse en su desarrollo.

En México la creación del Mercado de Derivados listados inició en 1994 cuando la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y la S.D. Ineval (Instituto para el depósito de valores) se comprometieron en la creación de este mercado y a partir de ahí ha tenido un desarrollo relativamente rápido. La BMV financió el proyecto de crear la bolsa de opciones y futuros que se denomina MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V. Por su parte Ineval tomó la responsabilidad de promover la creación de la cámara de compensación de derivados que se denomina Asigna, Compensación y Liquidación, realizando las erogaciones correspondientes desde 1994 hasta las fechas de constitución de las empresas. MEXDER inicia operaciones en diciembre de 1998 con futuros del tipo de cambio, seguido de futuros en el mercado accionario (abril 1999) y de tasas de interés (mayo 1999). En enero de 2004, los Fondos de Pensiones comenzaron a utilizar derivados de renta fija. En Enero de 2005 comenzaron las negociaciones sobre Acciones y Derivados de Acciones. En 2006 se permite por primera vez a las Compañías de Seguros operar productos derivados en MEXDER.

⁶ García Santillán, A.: (2007) Sistema financiero mexicano y el mercado de derivados, Edición electrónica gratuita. Disponible en www.eumed.net/libros/2007b/

La organización del Mercado de Derivados en México se debe también al marco legal en el que se desarrolla. El 31 de diciembre de 1996 fueron publicadas en el Diario Oficial de la Federación las “Reglas a que habrán de sujetarse las sociedades y fideicomisos que participen en la constitución y operación de un mercado de productos derivados cotizados en Bolsa”. Estas reglas definen la arquitectura del mercado, las bases corporativas para la constitución de la Bolsa y de su correspondiente Cámara de Compensación y Liquidación, así como las formas de operación de sus participantes.

MexDer y Asigna son instituciones que cuentan con facultades autorregulatorias para establecer normas supervisables y sancionables por sí mismas, brindando transparencia y desarrollo ordenado del mercado y seguridad a sus participantes. Estas instituciones se reglamentan en el documento publicado el 26 de mayo de 1997 por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores: “Disposiciones de carácter prudencial a las que se sujetarán en sus operaciones los participantes en el mercado de futuros y opciones cotizados en Bolsa”. Este documento define normas prudenciales de operación de los participantes y las facultades autorregulatorias de MexDer y Asigna.

En Brasil, El mismo año en que fue creada la Bolsa de Valores de Sao Paulo, BOVESPA (1979), se comenzaron a negociar las opciones sobre acciones. Luego en 1986, se fundó la Bolsa Mercantil y de Futuros (BM&F). Ese año se lanzaron los contratos de futuros sobre el índice de BOVESPA y también se fundó la Cámara de Custodia y Liquidación (CETIP). En 1992 y 1993, el Consejo Nacional Monetario autorizó a las compañías Brasileñas a negociar derivados en el extranjero: Tasas de Interés, Divisas y *Commodities*. En 1994 se crean y actualizan las normas existentes para regular el mercado OTC de derivados: Tasas de Interés, Divisas, Derivados e Índices.

De esta manera, las opciones en futuros en el índice del BOVESPA son transadas en la Bolsa de Mercados y Futuros (BM&F) y las opciones en acciones son transadas en el BOVESPA. En la Bolsa de Valores de Río de Janeiro se transan limitadas opciones en acciones. En la BM&F se negocian una amplia gama de contratos a futuro. En esta se incluyen contratos de futuro y opciones de dólares, el índice Ibovespa, instrumentos de deuda, depósitos interbancarios, *spreads* de tasas de interés entre Brasil y EUA, oro, algodón y otros *commodities*.

Para el caso de Chile, un punto muy a favor es la regulación. El mercado de derivados se encuentra regulado por la Norma de Derivados NCG N° 200, en la que no solo se regulan las entidades aseguradoras que ejercen la actividad, sino que le da mayor amplitud al mercado de derivados por medio de la autorización de nuevas operaciones e instrumentos aseguradoras, e incluso establece la contabilización de las operaciones de derivados. Con esta norma se profundiza notablemente el mercado de derivados y se promueve la integración financiera en el mercado de capitales, entre otras implicaciones relevantes para el desarrollo de dicho mercado.

Además de eso, Chile ha procurado darle profundidad al mercado de derivados diversificando los instrumentos y apoyando su desarrollo como es el caso específico de las Opciones. Hasta hace poco los bancos no estaban autorizados para intermediar con derivados financieros, hoy en día existen ya cuatro bancos autorizados para transar con opciones, y se espera que en el corto plazo se les unan otros más, otorgándole mayor liquidez y desarrollo a este mercado incipiente.

1.2 OPERACIONES DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS

En los mercados de derivados se transan distintos tipos de contratos, entre los cuales están:

Futuros: Son contratos a plazo estandarizados negociados en un mercado organizado en donde las partes se obligan a comprar o vender un activo en una fecha futura, pudiendo ser transferidos antes de su vencimiento.

Forward: Son contratos no estandarizados de compra venta en los cuales las partes se compromete a comprar o vender cierta cantidad de determinado bien en una fecha futura a un precio pactado. Su diferencia con los futuros es que los forwards no son estandarizados y no tienen garantías que si ofrecen los contratos futuros.

Existen forwards de moneda y de tasa de interés. El forward de tasa de interés busca proteger al empresario contra el riesgo de tasa a futuro por las fluctuaciones que esta variable pueda presentar cuando tiene algún derecho o compromiso indexado a una tasa dada. Se utiliza por ejemplo cuando se quiere asegurar el costo de una deuda o cubrir sus flujos.

Los forwards de moneda pueden pactarse *delivery* o *non delivery* (NDF) según su forma de liquidación y de pago y de acuerdo con las necesidades del empresario. De esta manera, en la operación *delivery* los dólares pactados, ya sea de compra o de venta, serán entregados por el importador, el exportador o la entidad financiera según sea el caso. El pago respectivo de éstos se hará en pesos de manera normal.

En el caso de la operación NDF la liquidación se efectuará contra un índice (TRM), en cuyo caso sólo se girará el valor en pesos producto de la diferencia entre la

tasa pactada y el índice vigente para la misma fecha. La parte que tenga la diferencia en contra girará los pesos equivalentes.

Opciones: Un contrato de opciones confiere el derecho, mas no la obligación, de comprar (*call*) o vender (*put*) un activo a un precio específico hasta o en una fecha futura. Por este derecho se paga una prima. En el mercado colombiano se ofrecen más las opciones llamadas Europeas donde el derecho adquirido sólo se puede ejercer en una fecha precisa y estipulada desde el momento de compra de la opción.

Las opciones se utilizan para buscar cobertura (*hedge*) o como una herramienta de gestión de riesgo que elimine o reduzca los efectos de los movimientos de los precios que puedan ser adversos. Sin embargo se paga un precio (prima) para tener el derecho de aprovechar cambios en el mercado que le sean favorables al comprador de la opción. Por ejemplo si un exportador compra la opción de vender dólares al 30 de junio de 2007 a 1.800 pesos por dólar y en esa fecha futura los puede vender a 1.900, no ejerce la opción y sale directamente al mercado a vender sus dólares. Por otro lado si en esa fecha el dólar está a 1.700 pesos, ejerce la opción y recibe por parte del vendedor de la opción 1.800 pesos por cada dólar pactado.

Swaps: Un swap es un contrato financiero entre dos partes que acuerdan intercambiar flujos de caja futuros de acuerdo a una fórmula preestablecida. Tiene por objeto igualar los flujos financieros (egresos e ingresos) durante un período de tiempo equivalente, de manera que sea posible administrar el riesgo de mercado. Respecto de su configuración, los contratos de Swap contienen especificaciones sobre las monedas en que se harán los intercambios de flujos, las tasas de interés aplicables, así como una definición de las fechas en las que se hará cada intercambio y la fórmula que se utilizará para ese efecto.

OPCF: Operaciones de derivados realizadas con fecha de cumplimiento igual o superior a 5 días calendario. En el día del cumplimiento, en vez de una transferencia física del activo transado, se liquidan las posiciones con base en un índice o precio de mercado (cumplimiento financiero o *non-delivery*).

Permiten pactar en el presente el precio de una compraventa que se va a realizar en el futuro sobre contratos que versan a su vez sobre determinados activos subyacentes, como índices bursátiles, de divisas o indicadores de rentabilidad.

En Colombia se transan en la Bolsa de Valores de Colombia por intermedio de una sociedad comisionista de bolsa (SCB).

1.3 AGENTES QUE ACTÚAN EN LOS MERCADOS DE DERIVADOS

La dinámica de los mercados de derivados se da gracias a que en ellos están involucrados distintos agentes entre los cuales se llevan a cabo las operaciones. Como en cualquier mercado, estos agentes se dividen en demandantes y oferentes, cuyas acciones son delimitadas por el marco legal de cada país. Con el fin de enmarcar las actividades de derivados que se realizan en Colombia, es necesario referirse a los agentes autorizados para realizar este tipo de operaciones en el territorio nacional. Así pues; en Colombia los residentes en el país, distintos de los intermediarios del mercado cambiario (Sector Real: comerciantes en productos agropecuarios, divisas, índices bursátiles, interés o instrumentos de deuda, los industriales, los productores y empresas en general), están autorizados a celebrar operaciones de derivados sobre precios de productos básicos con agentes del exterior que realicen este tipo de operaciones de manera profesional. Para el caso de los derivados financieros, Los intermediarios del mercado cambiario y demás residentes están autorizados a celebrar operaciones de derivados financieros sobre tasa de interés y tasa de cambio transadas con los intermediarios del mercado cambiario o con agentes del exterior que realicen este tipo de operaciones de manera profesional.

Se denomina como intermediarios del mercado cambiario a las entidades vigiladas por las Superintendencia Financiera, cuyo objeto social exclusivo consista en realizar operaciones de cambio, que se encuentren autorizadas para informar al Banco de la República y canalizar las divisas de las operaciones de cambio que obligatoria o voluntariamente canalicen a través del mercado cambiario los residentes en el país. De acuerdo con el artículo 58 de la Resolución Externa 8 de 2000 de la Junta Directiva del Banco de la República, se encuentran autorizadas para operar como tales las siguientes instituciones: los bancos comerciales, los bancos hipotecarios, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial, la Financiera Energética FEN, el Banco de Comercio Exterior de Colombia S.A. - Bancoldex, las cooperativas financieras, las sociedades comisionistas de bolsa y las casas de cambio.

Los agentes del exterior autorizados para realizar operaciones de derivados de manera profesional según circular reglamentaria externa DODM -144 de 2008 son:

- Los registrados ante autoridades estatales reguladoras de mercados de futuros de países miembros de la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OECD) o ante entidades privadas autorreguladoras (por ejemplo, bolsas de valores) sometidas a la supervisión de las autoridades estatales ya mencionadas, que hayan realizado operaciones de derivados en el año calendario inmediatamente anterior a la operación por un valor nominal superior a mil millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 1.000.000.000).

En esta categoría se encuentran, entre otros, los registrados ante la Asociación Nacional de Futuros (NFA) de los Estados Unidos de América que operan bajo la supervisión de la Comisión Federal de Comercio de Futuros

(CFTC) del gobierno de los Estados Unidos de América y los registrados ante la Autoridad de Servicios Financieros de Gran Bretaña (FSA).

- Los no residentes que hayan realizado operaciones de derivados en el año calendario inmediatamente anterior a la operación por un valor nominal superior a mil millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 1.000.000.000).

De manera más clara podemos identificar tres tipos de inversionistas que participan en un mercado de derivados⁷:

- 1. Los especuladores**, quienes son los que utilizan los mercados de derivados para realizar sus apuestas de mercado sobre distintos activos. Un ejemplo claro de esto es cuando un inversionista cree que la tasa de cambio va a subir y decide hacer un futuro sobre la tasa de cambio. Si lo que él piensa llega a ser realidad tendrá una ganancia. Si es lo contrario perderá.
- 2. Los administradores de riesgo**, los cuales buscan disminuir o eliminar riesgos a lo que se encuentran expuestos por distintas circunstancias. Por ejemplo un productor de café está expuesto al riesgo de que el precio de éste pierda valor en el futuro. Para protegerse de este riesgo puede contratar un futuro sobre el café, asegurando de esta manera un precio de venta en una fecha futura.

⁷ Carta Financiera ANIF No 141 enero-marzo 2008, pág. 16.

3. Los arbitadores, son aquellos que buscan oportunidades para entrar simultáneamente en dos o más mercados, para aprovechar inconsistencias de precios y generar una utilidad sin asumir ningún tipo de riesgo. En particular si los precios de una acción en el mercado de contado y en el de futuros no se encuentran alineados con respecto a su valor justo, el arbitrador puede entrar en ambos mercados y realizar las transacciones necesarias para obtener una ganancia. La principal ventaja de la existencia de esta clase de inversionistas es que sus acciones corrigen ineficiencias del mercado, acercando a los activos a sus valores justos y profundizando el desarrollo del mercado.

1.4. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS MERCADOS DE DERIVADOS EN COLOMBIA

En Colombia el mercado de derivados es bastante joven, considerando que su autorización y reglamentación empezó con la circular externa N° 21 de 1993 de la junta directiva del Banco de la República, en la cual se dispone a través del capítulo VII todo lo referente a operaciones de derivados y operaciones peso-divisas, además de esto, hoy en día las operaciones con derivados en Colombia son reguladas por la Resolución externa N° 8 de 2000 del Banco de la República, en su capítulo VIII donde se refiere tanto a derivados de productos básicos como a derivados financieros. De esta manera, entre las operaciones autorizadas en Colombia se encuentran los contratos de futuros, forwards, swaps, opciones y cualquier combinación de las anteriores operaciones, y los productos denominados *caps*, *floors* y *collars*⁸.

⁸ Instrumentos financieros que, a cambio del pago de una prima, permiten al comprador cubrir el riesgo de tipo de interés. El CAP cubre el riesgo de que el tipo de interés exceda un determinado tope máximo fijado, el FLOOR, cubre del riesgo de que el tipo de interés baje de un determinado nivel mínimo, y el COLLAR cubre del riesgo de que el tipo de interés se salga de una banda prefijada.

A pesar de que en los últimos años Colombia ha venido presentando cifras económicas muy favorables y ha avanzado en cuanto a estabilidad política y seguridad nacional, factores que fomentan el desarrollo de los mercados de derivados, éste es bastante incipiente y aún tiene muchos aspectos por estructurar, tanto de los agentes oferentes como de los demandantes, lo que hace que este mercado en el país sea poco profundo. Según informe publicado por Anif el 30 de Noviembre de 2006, los principales agentes en este mercado son los corredores de bolsa y administradores de portafolio, sin embargo es mucho menos usado por los exportadores quienes al querer cubrirse del riesgo cambiario directamente, acuden a estos instrumentos. Según la asociación, el mercado de derivados OTC en Colombia revela que los agentes están más interesados en actuar como *demandantes* que como *oferentes* de los mismos, lo cual impide un adecuado desarrollo de los derivados en el país. Este patrón es atribuible a la ausencia de una reglamentación apropiada que garantice volúmenes atractivos de estas transacciones, caso contrario a lo sucede con las bolsas de mercados referentes expuestos inicialmente como Brasil, México y Chile, donde una de las características principales es la reglamentación definida para la operación de los instrumentos derivados. La falta de reglamentación impide entonces minimizar riesgos y costos. El centro de la problemática está en la ausencia de una valoración adecuada de las operaciones, lo que consecuentemente opaca el mercado. Incluso en el caso de los contratos *forward* para TRM, donde sí existe una metodología de valoración, ésta muchas veces falla al no capturar los verdaderos precios a los cuales se transa en el mercado secundario.

De los distintos tipos de contratos en este mercado los más usados en el país son los que se refieren a TRM, sin embargo los volúmenes negociados no son representativos en comparación a otros mercados. Según lo reportado en el informe de Anif a 30 de noviembre de 2006, las transacciones diarias de contratos derivados en Colombia (TRM) representaban apenas el 0.01% del total de

operaciones de derivados OTC sobre monedas en el mundo en 2004⁹. Aun comparando con países como México y Chile, que son los referentes regionales, el mercado nacional sigue estando rezagado. En efecto, en México se maneja no sólo el mercado OTC, sino también una bolsa formal de derivados mencionada anteriormente en este documento (MexDer). Estos mercados, es decir los mexicanos, transaron US\$4.544 millones diarios en derivados sobre monedas durante 2004. De otra parte, Chile registró negociaciones por US\$942 millones diarios. Mientras tanto, Colombia apenas alcanzó transacciones diarias del orden de US\$242 millones.

A pesar de esto, durante 1997-2005 se ha observado una tendencia creciente a favor del uso de contratos derivados para hacer coberturas cambiarias. Por ejemplo, el número de operaciones *forwards* pasó de 2.686 en 1997 a 37.417 en 2005, multiplicándose casi catorce veces dicho volumen. Adicionalmente, el monto transado mensualmente ascendió en US\$5.567 millones entre 1997 y 2005, pasando de valores de US\$419 millones mensuales promedio a US\$5.986 millones.

En abril de 2002 el Banco Interamericano de Desarrollo, BID, como administrador del Fondo Multilateral de Inversiones, Fomin, y la Bolsa de Valores de Colombia, BVC, firmaron un convenio de cooperación técnica no reembolsable para fortalecer el mercado de capitales nacional mediante el desarrollo de los varios proyectos, entre los cuales se encuentra la creación de una bolsa de futuros y opciones. Los objetivos principales del proyecto son la estructuración, diseño operativo, adquisición de la plataforma tecnológica y puesta en marcha de una Bolsa de Instrumentos Derivados.

En principio, esta bolsa operaría sobre contratos de divisas y tasas de interés en

⁹ ANIF-DECEVAL. "Estructura y desarrollo del mercado de derivados en Colombia" En: Enfoque Mercado de Capitales, Edición 9. Publicación Noviembre 30 de 2006

pesos. Más adelante, podrían transarse instrumentos sobre opciones y contratos basados en índices bursátiles y otros instrumentos de cobertura.

Además de eso, la BVC ha desarrollado un instrumento muy importante que facilita la negociación de divisas y el desarrollo de instrumentos derivados como los Forwards: el SET FX, un Sistema Electrónico de Transacciones e Información del mercado de divisas; mecanismo electrónico que permite a los intermediarios cambiarios la compra y venta de divisas. Adicionalmente, permite a las entidades afiliadas registrar las operaciones celebradas entre ellas y consultar información inherente a este mercado, siendo SET FX la principal referencia en tiempo real para conocer el comportamiento del dólar frente al peso colombiano.

El Sistema Electrónico de Transacción de Moneda Extranjera administra en la actualidad tres mercados: el mercado de dólar Spot, el mercado de Forward y el Mercado *Next Day* a 1 y 2 días. Actualmente, en SET-FX participan más de 60 entidades Intermediarias del Mercado Cambiario. En estas entidades se tienen instaladas más de 200 pantallas para la transacción y el registro y una red de más de 750 pantallas para la consulta de operaciones peso/dólar y para la administración del sistema de cupos.

Actualmente, sin embargo, no hay una Bolsa de Derivados organizada, el mercado de futuros en bolsa existe y tiene movimiento, pero los volúmenes transados no son muy altos. El mercado de *swaps* y opciones, por su parte, existe, pero no es muy líquido y son instrumentos que se diseñan para las necesidades particulares de clientes especiales del sistema financiero y no vehículos por los que las entidades mantengan exposiciones o apuestas de manera sistemática. Además de eso, el mercado de estos instrumentos financieros en Colombia enfrenta algunos inconvenientes para lograr profundidad, especialmente con las últimas medidas adoptadas por el Banco de la República en cuanto a este asunto. En los últimos meses el país viene sufriendo un aumento generalizado tanto de la inflación como del valor del peso frente al dólar, lo cual atenta contra la estabilidad del sector financiero y el bienestar de varios sectores productivos del país. El Banco de la

República en calidad de banco central y emisor, centra su política monetaria en el cumplimiento de las metas de inflación establecidas a principio del año 2007, dedicándose a implementar políticas de carácter técnico y administrativo para el control de la variación de los precios. Entre estas medidas, se impuso un límite de 500% del patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario, establecido por medio de la Circular Reglamentaria Externa DODM 139 del 7 de Mayo de 2007. Dicho límite fue incrementado a 550% en 2008 como lo registra la Circular Reglamentaria Externa 139 de Mayo 12 de 2008. De acuerdo con las consideraciones del Banco de la República este límite reduce el riesgo de los intermediarios del mercado cambiario al disminuir las posibilidades de apalancamiento para realizar operaciones de cobertura y complementa la medida mencionada sobre el establecimiento del depósito sobre endeudamiento externo, al limitar la entrada de dólares producto de la utilización de derivados. Dicha medida dificulta el crecimiento del mercado de derivados en Colombia, al reducir el monto de sus operaciones y limitar el apalancamiento de estas en moneda extranjera. Así las cosas, el mercado de derivados nacional es un tema de mucha atención pues existen aspectos coyunturales que limitan su desarrollo y profundización.

2. ANALISIS DEL RIESGO CAMBIARIO

Antes de hablar del riesgo cambiario, es prudente mencionar el contexto en que se da éste elemento, el cual no es otro que el mercado cambiario, que se puede definir como el conjunto de operaciones de compra y venta de dólares. Éste se divide en: mercado regulado que agrupa todas las operaciones del mercado cambiario realizadas por los intermediarios del mercado cambiario autorizados por la Junta Directiva del Banco de la República (establecimientos de crédito, casas de cambio y comisionistas de bolsa); y mercado libre donde se ubican todas las demás operaciones peso-dólar realizadas por compradores y vendedores profesionales.

Las fluctuaciones del mercado cambiario responden a los movimientos diarios de oferta y demanda en el mercado spot peso-dólar¹⁰.

2.1 CONCEPTOS BÁSICOS

El riesgo de cambio o riesgo cambiario es el fenómeno que implica el que un agente económico coloque parte de sus activos en una moneda, o instrumento financiero denominado en moneda diferente de la cual utiliza este agente como base para sus operaciones cotidianas.

¹⁰ Camila Perez Marulanda . Tasa de Cambio en Colombia. Determinantes y su impacto sobre la economía colombiana. Investigaciones Económicas Suvalor S.A. Octubre 2006

Dentro de un esquema de fluctuaciones entre los tipos de cambio que relacionan a dos monedas, por decir dólar-euro o yen-libra, las variaciones en el valor de una moneda denominada en términos de otra constituyen variaciones en el tipo cambiario que afectan a la riqueza total del agente económico que mantiene posiciones denominadas en moneda extranjera. Estas variaciones dan lugar a un cierto factor de riesgo que se incrementa de acuerdo con la volatilidad que hay en el precio de estas monedas.

El tipo cambiario, al ser un precio relativo, se ve afectado por el valor de cualquiera de los dos precios de las monedas y los determinantes de estas, por lo cual evaluar el riesgo de cambio es una labor que implica conocer los componentes que determinan el valor de la moneda en términos de otra. Hay dos corrientes principales para evaluar este precio y que toman en cuenta dos factores distintos para evaluar las paridades monetarias. Una de ellas toma en cuenta el mercado monetario como principal determinante de este precio relativo, y basa gran parte de su análisis en el comportamiento de la tasa de interés de los instrumentos financieros similares y comparables disponibles en ambas monedas. Otra vía para analizar el comportamiento cambiario es aquella que toma en cuenta el mercado de bienes y servicios, y compara precios de bienes similares o tasas de inflación para evaluar el poder de compra de una y otra moneda.

La comunidad financiera internacional toma en cuenta las fluctuaciones de la paridad cambiaria para determinar decisiones de inversión en instrumentos denominados en moneda extranjera, que rendirán, además de su tasa nominal de retorno, un monto derivado de la fluctuación cambiaria y de las respectivas inflaciones para calcular tasas de retorno reales, donde además del riesgo inherente del instrumento financiero, se toma en cuenta el riesgo cambiario que representa la inversión en una moneda extranjera.¹¹

¹¹ http://es.wikipedia.org/wiki/Riesgo_de_cambio"

En un contexto empresarial, es posible afirmar que el interés y rol de cualquier compañía es ser rentable y esa meta en gran medida está en función del riesgo que asume la compañía. El riesgo empresarial puede variar de acuerdo al hecho que dada la actual globalización y las tensiones de los mercados internacionales las decisiones financieras dependen directamente de estos factores, pero en general se subdividen en cuatro grandes riesgos: Riesgo de negocio, de Crédito, Operacional y de Mercado. Dentro de éste último se encuentra el riesgo cambiario.

Lo que hay que aclarar es que no todos los riesgos son conocidos por las empresas y éstas no son expertas en manejarlos todos. Como se mencionó anteriormente el rol de una compañía es obtener rentabilidad, ésta deriva de asumir algunos riesgos, pues por ese hecho la compañía pide una rentabilidad determinada; pero éstos deben estar enfocados en su función principal. En Colombia, muchas compañías consideran que asumir los riesgos de mercado, especialmente el riesgo cambiario, está dentro de su rol principal, pero esto en realidad es un error, ya que ello implica que la compañía tiene conocimiento y capacidad para hacerlo, lo que en la mayoría de los casos no es así, pues no es de su obligación conocer y manejar algo que no está dentro de su rol principal, por lo tanto estos riesgos deberían ser transferidos a un tercero (agentes financieros especializados) por medio de los instrumentos que han sido diseñados para tal fin.

2.2 VARIABLES QUE AFECTAN EL TIPO DE CAMBIO

Como se mencionó antes, el riesgo cambiario se deriva de las fluctuaciones en el tipo de cambio que relaciona a una moneda con otra, por esto es de suma importancia considerar los factores o variables que inciden en dichas fluctuaciones para de esta manera entender más ampliamente este comportamiento y proyectar su trayectoria futura, lo que por ende ayuda a un mejor manejo del riesgo

cambiario. Dado lo anterior, analizaremos brevemente los distintos elementos que conforman el marco de análisis teórico para el tipo de cambio real y la dirección de sus efectos.

Hay que tener en cuenta que el tipo de cambio real es una medida del poder adquisitivo del peso frente a las monedas de nuestros principales socios comerciales, en la cual pesa preponderantemente el dólar de EE.UU. El tipo de cambio real es el precio relativo de los bienes locales frente a los extranjeros expresados en una moneda común. En Colombia el tipo de cambio real es medido a través del ITCR (Índice de tasa de cambio real), cuyas variables son el tipo de cambio nominal, la inflación interna y la inflación externa, tomando en cuenta diferentes tipos de precios y bienes. Indica si los bienes Colombianos expresados en moneda extranjera son más baratos (devaluación real) o más costosos (revaluación real).

Los tipos de cambio flotantes como lo son en la economía Colombiana, son determinados por las fuerzas de mercado, que se sintetizan en demanda y oferta de divisas. Los factores que influyen en la oferta de dólares en el país son principalmente: **exportaciones, inversión extranjera, remesas y repatriación de capital**; todos tienen un mismo efecto y es el de hacer que el peso colombiano se fortalezca, es decir que el dólar disminuya su precio. Además existen factores psicológicos como la expectativa de los sectores real, financiero e institucional, que muchas veces se basan más en el deseo que en análisis técnicos detallados.

En general, uno de los factores más relevantes es la balanza comercial. Que una moneda se devalúe o revalúe depende de la relación entre las exportaciones y las importaciones de un país. De esta forma, si las exportaciones son mayores que las importaciones, hay un superávit, es decir más ingresos que egresos, lo que igualmente significa más oferta de dólares, (disminuye su precio) por lo tanto el

peso se revalúa. Si las exportaciones son menores que las importaciones, hay un déficit, o sea que hay menos oferta de dólares, por lo tanto el peso se deprecia.

A continuación otros factores que afectan los tipos de cambio, según Morandé L., Gerente de la División Estudios del Banco Central de Chile:¹²

Productividad. El crecimiento de la productividad de la economía, entendida ésta en un sentido amplio, es uno de los factores que más reconocidamente influyen sobre el tipo de cambio real en el largo plazo. Esto es así por una variedad de razones. Un desarrollo productivo importante eleva los salarios reales de los trabajadores en la economía, lo que implica un mayor poder de compra y un consumo más refinado. Esto produce un aumento de la demanda por servicios y por bienes raíces. Así, esta mayor capacidad de compra se manifiesta en un aumento relativo del precio de los bienes producidos internamente para el consumo nacional, respecto de aquellos bienes importados cuyo precio depende de las condiciones de mercado internacionales. De esta forma, los precios en la economía tienden a crecer más rápido que los del resto del mundo, medidos en la misma moneda, lo que implica una apreciación real.

El nivel de endeudamiento externo neto. El segundo factor de importancia que afecta notoriamente la evolución del tipo de cambio real es el nivel de endeudamiento externo neto que tiene un país (deuda externa). En efecto, si un país es un deudor externo neto, debe generar recursos para poder pagar al menos los intereses sobre esta deuda. Esto implica que parte de la producción nacional se debe destinar al pago del servicio de la deuda, con lo que el valor de la producción nacional es menor. Esto equivale a una depreciación real de la moneda y del tipo de cambio. Lo contrario ocurre si el país es un acreedor externo

¹² Felipe Morandé L., En el Foro Empresarial organizado por ICARE, el 15 de junio del 2000. Perspectivas del Tipo de Cambio y Políticas del Banco Central

neto: esta situación implica un flujo persistente de recursos provenientes del resto del mundo, lo que tenderá a apreciar el tipo de cambio real.

Reservas Internacionales. Cuando un país no tiene el nivel de reservas internacionales que los mercados internacionales consideran suficiente como respaldo de solvencia y liquidez, se reduce la inversión extranjera directa, se cierran los mercados internacionales de capitales y hay una salida repentina de capitales (lo que genera un choque externo sobre la cuenta de capitales), que en conjunto hacen de las divisas un recurso cada vez más escaso en la economía y presionan para elevar su precio con respecto a la moneda nacional.

Condiciones externas e Inversión Extranjera Directa. El tipo de cambio real se puede representar, en parte, como la valoración que realizan los mercados financieros internacionales de la economía nacional. Luego, si los países emergentes como un todo son percibidos como buenas alternativas de inversión, los flujos de capitales se dirigirán hacia ellos y sus tipos de cambio real tenderán a apreciarse. En el caso Colombiano esto es fácil de apreciar esta situación, ya que durante la última década, más de US\$ 25,000 millones han entrado al país por concepto de *inversión extranjera directa*, lo que ha posicionado a Colombia como el cuarto mayor receptor de flujos de inversión en la región¹³ y con tal oferta de dólares la apreciación del peso frente a esa moneda se ha hecho bastante evidente.

Cuando el tipo de cambio se ve afectado a causa de cualquiera de las variables mencionadas, se producen efectos sobre la economía del país debido a la revaluación o devaluación que tenga el peso Colombiano. Así es como la Balanza Comercial es uno de los primeros indicadores que lo demuestra. Según datos del Dane, en el periodo Enero-Septiembre de 2007 se presentó déficit en la Balanza

¹³

Véase: http://www.proexport.com.co/invest/GuiaInversionExtranjera2006/html_v2/pdf/06_foreign.pdf

comercial colombiana de US\$ 125,0 millones FOB. En el 2006 esa misma cuenta registró déficit de US\$ 143.0 millones.

Por otro lado, los movimientos del tipo de cambio que resultan en revaluación, (como ha sido el caso en los últimos meses) incrementan los incentivos para la inversión y favorecen a los consumidores, quienes se ven beneficiados por el abaratamiento de los bienes de importación que pueden ser tanto bienes durables como de inversión.

2.3 TIPOS DE EXPOSICIÓN CAMBIARIA

Entre los tipos de exposición cambiaria tenemos:

- **Exposición de Transacción:** Esta hace mención al grado en que el ingreso proveniente de las transacciones individuales es afectado por las fluctuaciones en el tipo cambio.
- **Exposición de Conversión:** Esta hace referencia al impacto de la variación en los tipos de cambio sobre los resultados acumulados registrados y el balance de una compañía.
- **Exposición Económica:** Esta destaca el grado en que la capacidad de una empresa puede generar utilidades internacionales en el futuro, se ve afectado por las variaciones en el tipo de cambio. La exposición económica tiene que ver con el efecto a largo plazo de las variaciones en los tipos de cambio sobre los precios, las ventas y los costos en el futuro.

2.4 TÁCTICAS Y ESTRATEGIAS PARA REDUCIR EL RIESGO CAMBIARIO

Existen una variedad de estrategias y tácticas que pueden ayudar a las empresas a reducir el riesgo cambiario. Una estrategia en este sentido, consiste en intentar recaudar las cuentas por pagar en moneda extranjera antes de tiempo cuando se espera que dicha divisa se deprecie, y pagar los compromisos en moneda extranjera antes de su vencimiento, cuando se espera que dicha divisa se aprecie.

2.5 AGENTES ECONÓMICOS AFECTADOS POR EL RIESGO CAMBIARIO

Importadores.

Ejemplo de cobertura de importaciones:

Una firma nacional se encuentra negociando realizar una operación de importación de computadoras desde los EE.UU. La firma norteamericana ha cotizado la mercadería en dólares, lo que significa que la firma nacional deberá hacerse de esa divisa para pagar por ella.

Como es habitual en las operaciones de importación, existe un lapso entre el momento que se cierra la transacción y el momento en que se efectúa el pago de divisas.

El riesgo que corre el importador nacional es que el dólar (la divisa con la que debe efectuar el pago) se encarezca en ese ínterin. Es decir, que termine necesitando más pesos para cancelar la deuda que los que en su momento calculó y lo llevaron a tomar la decisión de realizar la importación.

En marzo de 2006 la firma ha concertado el contrato por el cual importará 1000 computadoras a un precio acordado de USD 1.000.000. El pago de esos fondos

deberá hacerse al momento de recibir el embarque, establecido para junio de 2006.

Dada la volatilidad del valor de la divisa y la importancia del monto comprometido, la firma local decide realizar una cobertura en el mercado de futuros.

Lo que esa firma necesita es una posición en el mercado de futuros que compense los resultados derivados de su exposición. Al concertar la operación de importación, la firma quedó expuesta a las subidas del dólar; consecuentemente, debe tomar una posición que genere beneficios ante incrementos en el valor de la divisa y de esa forma neutralizará el riesgo asumido.

La firma comprará contratos de futuros sobre dólares con vencimiento junio por el USD 1.000.000 que sabe irá a adquirir dentro de tres meses.

Exportadores

Ejemplo cobertura de exportaciones

De manera inversa a lo mostrado anteriormente, quien realiza una exportación enfrenta el riesgo de que los dólares recibidos por la operación de comercio exterior pierdan su poder adquisitivo como consecuencia de un fortalecimiento de la moneda local.

La operación de futuros que compensa el riesgo derivado del cobro en divisas es una venta de contratos de futuros de dólar con vencimiento en la fecha en la que se recibirán las divisas.

La exposición del exportador por su operación de comercio internacional implica pérdidas a medida que la cotización del dólar cae; el contrato de futuros vendido genera ganancias ante esta situación.¹⁴

2.6 COBERTURAS CAMBIARIAS

Factores que entran en juego en una transacción de cobertura.

Empresa <-> Institución Financiera realizan una transacción de cobertura.

Que hay detrás de esta transacción?

Empresa, cuantificación, riesgo cambiario. Para cuantificar su riesgo cambiario, la empresa por lo general define un horizonte de tiempo en el cual mide su riesgo.

Ejemplo

- Cuánto es el riesgo cambiario en los próximos 3 meses?, - Cuánto es el riesgo cambiario en los próximos 6 meses?
- Cuánto es el riesgo cambiario en el próximo año?.
- Que es y en donde se origina el riesgo cambiario en la empresa? Para responder a esta pregunta, vamos a separar a las empresas, simplistamente, en importadoras y exportadoras.

Empresas exportadoras

Las empresas exportadoras se benefician de una subida en la tasa de cambio pues reciben más pesos al monetizar los dólares a una tasa de cambio mayor.

En esta misma categoría están las empresas que, aunque no son exportadoras, tienen un portafolio en dólares.

¹⁴ <http://www.monografias.com/trabajos36/riesgo-cambiario/riesgo-cambiario3.shtml>

Empresas importadoras

Las empresas importadoras se benefician ante una caída en la tasa de cambio pues los pesos que necesitan para comprar dólares son menos.

En esta misma categoría están las empresas que, aunque no son importadoras, tienen deudas en dólares.

Entonces el riesgo cambiario existe cuando la empresa no puede trasladar el aumento o disminución de la tasa de cambio a sus clientes o proveedores.

Empresa

PROVEEDOR (precio de compra)

EMPRESA (costos)

CLIENTE (precio de venta)

Empresa exportadora

PROVEEDOR (precio de compra: pesos)

EMPRESA (costos)

CLIENTE (precio de venta: dólares)

El riesgo de la empresa exportadora es que la tasa de cambio baje, que los pesos que recibe sean menos. Y que el precio al que la empresa le compra a sus proveedores no baje, pues está en pesos.

Existen empresas exportadoras que le pueden pasar el riesgo cambiario a sus proveedores. Es decir, los proveedores de la empresa bajan sus precios cuando

baja la tasa de cambio. Pero también existen empresas exportadoras que no le pueden pasar el riesgo cambiario a sus proveedores. Es decir, los proveedores de la empresa no bajan sus precios cuando baja la tasa de cambio. Si la empresa exportadora le puede pasar el riesgo cambiario a sus proveedores, el riesgo cambiario neto es menor.

Empresa importadora.

PROVEEDOR (precio de compra:
USD)

EMPRESA (costos)

CLIENTE (precio de venta: pesos)

El riesgo de la empresa importadora es que la tasa de cambio suba, los pesos que pague sean más y que la empresa no pueda subir el precio al que le vende a sus clientes.

Existen empresas importadoras que les pueden pasar el riesgo cambiario a sus clientes. Es decir, los clientes de la empresa están dispuestos a pagar un precio mayor cuando sube la tasa de cambio. Pero también existen empresas importadoras que no les pueden pasar el riesgo cambiario a sus clientes. Es decir, los clientes de la empresa no están dispuestos a pagar un precio mayor cuando sube la tasa de cambio.

Conclusión del análisis de Coberturas cambiarias.

El riesgo cambiario neto de la empresa depende de cuanto riesgo le puede pasar la empresa a sus clientes o proveedores. Si la empresa le puede pasar el riesgo

cambiarlo a sus proveedores o clientes entonces el riesgo cambiario es menor o nulo. Si la empresa NO les puede pasar el riesgo cambiario a sus proveedores, entonces el riesgo cambiario neto es mayor.

2.7 MARGEN DE INTERMEDIACIÓN Y PORCENTAJE DE COSTOS EN MONEDA EXTRANJERA

Existen compañías que tienen un alto margen de intermediación en la compra-venta de sus productos. En estas empresas el efecto adverso de la tasa de cambio puede ser absorbido por el margen de intermediación. Una de las razones del alto margen de intermediación es la alta agregación de valor a sus productos.

Existen compañías con un bajo margen de intermediación en la compra-venta de sus productos. Son las empresas que son más "intermediarias" las agregadoras de valor a sus productos. Estas empresas están más expuestas a la tasa de cambio, pues el efecto adverso de la tasa de cambio no puede ser absorbido por el pequeño margen de intermediación.

El margen de intermediación es otro componente que mide el riesgo cambiario de la empresa. O mejor dicho, el margen de intermediación mide el riesgo cambiario que la empresa puede estar dispuestas a asumir.

Expectativas y proyecciones que tiene la empresa de las variables financieras que la afectan.

Si la expectativa de una empresa exportadora, por ejemplo, es que el dólar baje, estará más dispuesta a hacer la cobertura que si la expectativa es que el dólar suba. La realidad es que las empresas se cubren solo cuando creen que las

variables financieras se les van a mover en contra. De esta forma están especulando con la cobertura. Las expectativas de la empresa son otro factor que entra en juego en la decisión de cobertura, factor que es muy relevante, ya que muchas Pymes basan sus expectativas en análisis poco profundos, que podrían llevarles a perder oportunidades de cobertura que beneficiarían en gran medida sus finanzas. Es hay donde juega un papel crucial la asesoría profesional de agentes cualificados para tal fin.

Sin embargo, la empresa no solamente piensa en sus proyecciones y expectativas sino también las de la competencia. Las expectativas de los competidores de la empresa y las decisiones de cobertura que tome la competencia y el gremio afectan la decisión de cobertura de la empresa. Por lo general si todo el gremio se cubre, la empresa se cubrirá. Si el todo el gremio no se cubre la empresa no se cubrirá.

Conclusión del margen de intermediación y porcentaje de costos en moneda extranjera

La conclusión de esta parte es que la respuesta a la pregunta de cuánto es el riesgo cambiario no es tan simple y depende de cuanto de este riesgo se puede pasar a proveedores y clientes, cuál es el margen de intermediación, cuales son las expectativas y qué está haciendo el gremio y la competencia.

2.8 ALTERNATIVAS DE COBERTURA DE INSTITUCIONES FINANCIERAS

Las instituciones financieras ofrecen las siguientes alternativas de cobertura entre otras:

- Forward
- Opción

- Forward participativo

- Collar

Forward

Tomemos como ejemplo una empresa exportadora. Si la empresa cree que lo más probable es que la tasa de cambio va a caer, hará un forward de venta. El exportador no sabe cuántos pesos recibirá por dólares en el futuro, pero piensa que van a ser menos de lo proyectado. Para garantizar su ingreso puede vender sus dólares a futuro, es decir hacer un *forward* a través de su entidad financiera o comprar OPCF.

Forward, cobertura parcial

Si la empresa no está tan segura que la tasa de cambio va a bajar puede hacer una cobertura parcial. Es decir una cobertura por un monto menor al 100% de la exposición.

Por lo general, las empresas manejan vía políticas internas, el mínimo y máximo porcentaje de coberturas que pueden realizar.

Desventajas del Forward. La desventaja del forward es que si la tasa de cambio sube en la fecha de vencimiento, en vez de caer, la empresa está comprometida a vender dólares a la tasa forward. Por ejemplo, si la tasa forward es de 2360, la empresa se comprometió a vender a 2360. Si la tasa de cambio esta a 2400, la empresa de todas maneras tiene que vender los dólares a 2360.

Ante esta desventaja del forward la empresa exportadora probablemente solo hará el forward de venta cuando esté razonablemente segura que la tasa de cambio va

a bajar o si las pérdidas pasadas por tasa de cambio han sido muy grandes y la empresa ya no se puede dar el lujo de quedar descubierta.

Opción Put

Si la expectativa de la empresa exportadora es que el dólar va a caer pero no está muy segura y quiere beneficiarse si sube, o no hace la cobertura cambiaria o compra una opción put. Con la opción put la empresa tiene el derecho de vender, por ejemplo a 2360, pero no está obligada a vender a 2360.

Desventajas de la opción put. El costo de la prima.

Collar

Para abaratar el costo de la opción put, la empresa puede adicionalmente a comprar la opción put, vender una opción call. El desembolso total es lo que paga por la compra de la opción put menos lo que recibe por la venta de la opción call. El neto de las 2 operaciones puede ser cero.

Combinación lineal de coberturas

La empresa puede considerar una combinación de productos de cobertura, como por ejemplo, hacer un 30% de cobertura con forward, un 20% con opción put y dejar el 50% descubierta, con programas de optimización.

Productos ofrecidos por las instituciones financieras:

- ❖ Cotización
- ❖ Riesgos

❖ Asesoría comercial

Existen riesgos que la institución financiera toma en consideración como los son:

- ❖ Riesgo de crédito
- ❖ Riesgo de mercado
- ❖ Riesgo de liquidez

Riesgo de crédito

Un contrato forward, por ejemplo, tiene un riesgo de crédito que se origina porque al vencimiento una contraparte debe compensar a la otra sobre la diferencia cambiaria. La empresa tiene que tener cupo de crédito suficiente para hacer la operación. El riesgo de crédito relacionado con una operación derivada se mide de por lo menos 2 formas. Riesgo de crédito medido con los modelos internos de la institución financiera. Riesgo de crédito medido con los modelos de las entidades reguladoras.

Riesgo de mercado

Al hacer el derivado, quedan entonces unos riesgos. En el caso de un forward, por ejemplo, están los riesgos de tasas de interés y de tasa de cambio. Cualitativamente, la tasa de cambio puede variar en 1 día aproximadamente 15 pesos. La tasa de interés puede variar 15 básicos en 1 día.

En una operación a 180 días, el riesgo cambiario puede ser mayor al de tasas de interés.

Conclusión de las alternativas de cobertura de Instituciones Financieras

En una operación de derivados entran en juego muchos factores tanto desde el punto de vista de la empresa, sus clientes, competidores y expectativas de mercado. La institución financiera considera sus riesgos de crédito, riesgos de mercado, y factores de cotización como comportamiento de variables financieras.¹⁵

¹⁵ Jorge Papadimitriu. Mercado de Dinero. 2005.

3. DIAGNÓSTICO DEL ORIGEN Y NIVEL ACTUAL DE DESARROLLO DE INSTRUMENTOS DE COBERTURA CAMBIARIA EN COLOMBIA

Desde que a finales de los 70's cayó el acuerdo de Bretton Woods y la mayoría de los países adoptaron paulatinamente un sistema de tipos de cambio flotantes, éstos se vieron expuestos a la volatilidad de las monedas definida por el mercado y con ello surgió la necesidad de cubrirse de alguna manera de los efectos negativos de dichas fluctuaciones. El hecho de que la tasa de cambio fluctúe libremente hace que los agentes que tienen activos o pasivos denominados en otras monedas estén expuestos a riesgo cambiario, puesto que el valor en pesos de sus saldos está afectado por las variaciones en el precio de las divisas. Con esta situación, surgen los mecanismos de cobertura cambiaria como herramientas para protegerse de la fluctuación.

3.1 ORIGEN Y EVOLUCIÓN DEL SISTEMA DE CAMBIO EN COLOMBIA.

En Colombia, la evolución a un sistema de cambio flotante empieza en el marco de la nueva constitución de 1991 en la cual el Banco de la República es establecido como autoridad crediticia, monetaria y cambiaria de Colombia. Para entonces Colombia venía manejando un sistema de tasa de cambio ajustada mediante devaluaciones administradas diariamente, fijándose una tasa a la cual el Banco de la República compraba o vendía todas las divisas que se demandaban u ofrecían.

Para ese entonces el país manejaba altas tasas de inflación, con lo cual la principal preocupación del Banco central era controlarla, pero debía manejar a su vez la entrada significativa de flujos de capital a causa de la apertura económica.

La estrategia consistió en inmunizar las grandes emisiones para la compra de las crecientes reservas internacionales por medio de la emisión de títulos de participación del mismo Emisor, como lo explica Miguel Urrutia en su presentación para el Seminario Macroeconómico “la economía Colombiana de cara al 2005” y publicado como artículo en la Revista FLAR de Marzo de 2005.

Basándose en el supuesto de que los flujos de capitales serían temporales, se aumentaron los plazos de los certificados de cambio para diferir en el tiempo las emisiones monetarias ya que los agentes que reintegraban divisas al país recibían certificados de cambio denominados en dólares redimibles a la vista hasta junio de 1991, a tres meses desde junio y a un año a partir de octubre de ese año. Contrario a lo esperado, los flujos de capitales siguieron llegando y se hizo necesaria una reforma al régimen cambiario a inicios de 1994, eliminando los certificados de cambio y adoptando un régimen de bandas cambiarias.

De ahí en adelante el Banco de la República se vio en la dura tarea de defender los límites de la banda cambiaria. En septiembre 25 de 1999 la Junta Directiva del Banco de la República decidió abandonar el compromiso de defender los límites de la banda cambiaria que había adquirido y escogió un sistema de libre flotación del tipo de cambio nominal. Esta decisión fue la última etapa de un proceso de flexibilización cambiaria que se inició en enero de 1994 con la reforma al régimen cambiario de minidevaluaciones diarias y en su lugar se introdujo el sistema de banda cambiaria deslizante, continuó con el movimiento de la banda en septiembre de 1998 y el desplazamiento y la mayor amplitud de la misma en junio de 1999¹⁶.

¹⁶ Urrutia Miguel. Política monetaria y cambiaria del banco central independiente. Presentación en el Seminario Macroeconómico “La economía colombiana de cara a 2005”, organizado por ANIF y Fedesarrollo. Revista FLAR n° 1 marzo de 2005.

Cubrir el riesgo cambiario ha sido desde entonces un punto relevante para el empresario colombiano que maneja flujos de dinero en divisas. Consiste fundamentalmente en contrarrestar los efectos negativos que una fluctuación de tasa de cambio pueda generar en el estado de pérdidas y ganancias del agente. El empresario puede protegerse de estos movimientos con coberturas naturales o con Instrumentos financieros como son las operaciones hechas a su medida OTC (*over the counter* – sobre el mostrador) de cobertura, participando en mercados de monedas peso/ dólar, euro/dólar, euro/peso o en el mercado de futuros (operaciones estandarizadas para todo el mercado) que ofrecen generalmente los intermediarios financieros.

3.2 CÁMARAS DE COMPENSACIÓN

Una cámara de compensación es un elemento importante a la hora de realizar operaciones de cobertura financiera, ya que es el respaldo o garantía de cumplimiento ante cualquiera de dichas operaciones, para lo cual existe este organismo que se encarga precisamente de actuar como regulador, ejerciendo control y supervisión de los sistemas de compensación y liquidación, garantizando el buen término de las operaciones.

Dentro de las principales funciones de la Cámara de Compensación en un mercado de futuros y opciones encontramos las siguientes¹⁷:

- Actuar como contraparte, siendo comprador para la parte vendedora y vendedor para la parte compradora.
- Determinar diariamente los depósitos de garantía por posiciones abiertas.
- Liquidar diariamente las pérdidas y ganancias.
- Liquidar los contratos al vencimiento.

¹⁷<http://www.bna.com.co/Productos/OtrasnegociacionesenBNA/ProgramadeCoberturas/CotizacionesyUnidades/C%C3%A1maradeCompensaci%C3%B3n/tabid/202/Default.aspx>

Básicamente, la finalidad de la cámara de compensación es cumplir con la funciones de Liquidación y Compensación. La primera se da con el fin de mitigar el riesgo de contraparte, pidiendo a los participantes del mercado que depositen ciertas garantías (montos de dinero que son fijados por la misma entidad). La función de liquidación que debe hacer la Cámara de Compensación consiste en garantizar que haya un equilibrio entre las compras y ventas realizadas en la jornada de negociación. Es decir, realizar la valoración diaria de las posiciones abiertas de cada participante del mercado para al final de cada sesión de negociación, proceder a cargar o abonar las pérdidas y ganancias realizadas durante el día a los participantes en el mercado. De esta forma todas las posiciones compradoras o vendedoras quedan valoradas a precio de mercado.

Por su parte, la función de compensación se refiere a los depósitos en garantía que los participantes deben hacer al momento de abrir una posición. Con esto, si un cambio en el precio de futuros resulta en una pérdida para una posición de futuros abierta, se retirarán fondos de los depósitos de garantía del cliente para cubrir la pérdida. Si el saldo de la cuenta del cliente cae por debajo de cierto nivel, éste deberá inmediatamente depositar dinero adicional para cumplir con los requerimientos mínimos de margen.

La cámara de compensación es un mecanismo fundamental para el buen funcionamiento de las bolsas y las operaciones de derivados, dado que sin ésta tanto los especuladores como los que realizan operaciones de cobertura tendrían que soportar los riesgos de incumplimiento de contrato por parte de algunos participantes, lo cual generaría dificultades en los mecanismos de transferencia de riesgos a los mercados de futuros, dificultando a su vez la compensación de sus posiciones abiertas.

En Colombia, en la actualidad opera la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de la Bolsa Nacional Agropecuaria (CRCBNA), que asegura y garantiza las

operaciones de mercado abierto celebradas en la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA) incluyendo los forwards sobre productos agropecuarios; sin embargo, no existe una cámara de compensación para las operaciones que se realizan por conducto de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Para cubrir este vacío, la BVC ya ha contemplado dentro de sus proyectos la estructuración de una Cámara de Compensación que garantice el cumplimiento de las operaciones que se realicen en los diferentes mercados.¹⁸

Avanzando en este tema, la Bolsa de Valores de Colombia obtuvo la autorización mediante **RESOLUCIÓN NÚMERO 1586 DE SEPTIEMBRE 5 DE 2007**, para constituir una Cámara de Riesgo Central de Contraparte denominada “Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S.A.”, , la cual fue solicitada por el representante legal de la Bolsa de valores de Colombia¹⁹.

3.3 COBERTURAS NATURALES

Para el empresario la cobertura natural proviene de su mismo negocio. Es así como dentro de su flujo normal de operación, los ingresos y los egresos están dados en la misma moneda (euro/euro, dólar/dólar) y por el mismo monto, lo que significa que no es necesario hacer conversiones en monedas para cubrir su flujo de caja. El momento en el cual son exigibles las obligaciones y los derechos también es muy importante. Lo ideal es que coincidan para reducir el riesgo cambiario. Es por esto que el empresario debe identificar los momentos en que estas posiciones generan flujo de caja para estar realmente cubierto.

Otra forma de cobertura natural se da a través de la posibilidad de mantener en el balance del empresario activos y pasivos que se compensen entre sí. Es el caso por ejemplo del exportador que contrae una deuda en dólares (pasivo) por el plazo

¹⁸ Bolsa de Valores de Colombia. <http://www.bvc.com.co/bvcweb/mostrarpagina.jsp?codpage=16>

¹⁹ http://www.superfinanciera.gov.co/NormativaFinanciera/Archivos/r1586_07.rtf

y monto equivalente a la cuenta por cobrar en dólares (activo) esperada. De esta manera, al endeudarse en dólares hoy para pagar en una fecha futura dada contra el ingreso futuro, cuenta con recursos para cubrir sus necesidades de capital o de inversión y no corre riesgo cambiario.

Del mismo modo, el importador puede invertir en un portafolio o fondo en dólares (activo) mientras se cumplen sus obligaciones (pasivo). En este sentido, las cuentas de compensación ofrecen una forma de administración y control de los ingresos y egresos en dólares.

La desventaja de las coberturas naturales es notable, ya que la mayoría de las Pymes no tienen la posibilidad de lograr este “empate” de flujos de dinero. Para algunos, conseguir pasivos en moneda extranjera o tener flujos de caja contrarios al original con única la intención de disminuir el riesgo cambiario resulta una tarea compleja que incluso suma mayores riesgos y esfuerzos a la actividad.

3.4 CUENTAS DE COMPENSACIÓN

De acuerdo con lo dispuesto por el Banco de la República, los residentes en el país podrán constituir libremente depósitos en cuentas corrientes en el exterior sin previa autorización del banco central. Esto significa que pueden constituir cuentas con divisas adquiridas en el mercado cambiario o que no deban ser canalizadas a través de este mismo mercado, es decir que provengan de operaciones de comercio exterior. La apertura y el mantenimiento de las cuentas de compensación están sujetos a las siguientes reglas²⁰:

²⁰ Bancoldex – Ministerio de Comercio, Industria y Turismo República de Colombia. Cartilla de Coberturas Cambiarias 2005

- Registrar la cuenta ante el Banco de la República dentro del mes siguiente a la apertura o a la realización de la primera operación del mercado cambiario y dentro de cada mes calendario siguiente, los titulares de las mismas deberán presentar al Banco de la República la declaración de cambio correspondiente.
- Las divisas de las cuentas podrán ser vendidas a los intermediarios del mercado cambiario, a los titulares de otras cuentas corrientes de compensación y podrán ser utilizadas para pagar cualquier operación que deba o no canalizarse a través del mercado cambiario.
- La apertura y el mantenimiento del registro de las cuentas de compensación están condicionados a que los titulares de éstas no hayan sido sancionados por infracciones al régimen cambiario, por infracciones administrativas aduaneras, por violación a las disposiciones de control sobre lavado de activos, o se les haya suspendido el reconocimiento del beneficio tributario del certificado de reembolso tributario (CERT).

3.5 COBERTURAS FINANCIERAS O SINTÉTICAS: FUNCIONES Y VENTAJAS

Las coberturas financieras son un mecanismo de protección frente a las variaciones de mercado, ofrecido por los agentes especializados. Estos mecanismos son los denominados derivados financieros. Las coberturas financieras son contratos, comercializados por agentes del mercado financiero, que suscriben los empresarios para pactar la tasa de cambio a la que venderán sus dólares, (producto de sus ventas en el exterior), en un tiempo determinado. Este tipo de contratos tienen dos objetivos fundamentales que son: la transferencia del riesgo, ya que a través de ellos se transfiere el riesgo de quien lo tiene y no lo quiere a quien no lo tiene y lo quiere; y la formación de precios de los bienes subyacentes.

Bajo este mecanismo el agente se compromete a comprar esas divisas a la tasa pactada, independiente de si el dólar baja o sube. Los más utilizados en el mercado son los Forwards, Opciones, Swaps y OPCF, cuyas definiciones han sido previamente explicadas en el capítulo 1. Los derivados más sencillos son denominados “*plain vanilla*” y los dos más comunes en nuestro mercado son: forwards y opciones. De hecho el único mercado de derivados desarrollado en Colombia sería el de forwards de tasa de cambio.

Los beneficios del uso de los derivados financieros para cubrir riesgos son varios. Para los usuarios finales, los derivados son evidentemente un método eficiente de cobertura y administración de sus exposiciones a los riesgos originados por las fluctuaciones que se presentan en precios de algunos productos, de las monedas y de las tasas de interés. Para los *dealers*, significa una expansión de sus líneas tradicionales de negocios hacia la línea de administración de riesgos, que se llevan a cabo casi totalmente a través de derivados. Para la economía en general, el uso de derivados hace posible para muchas empresas el acceso a capitales internacionales, permitiendo además la reducción de los costos de financiamiento, la diversificación de sus recursos de financiación y por ende una mejor posición competitiva de la compañía frente a una economía globalizada y que representa cada vez mayor competencia.

El uso de los derivados permite además que con la reducción de riesgos de tasas de interés, tipos de cambio o precios de productos, las empresas tengan menos probabilidades de caer en los problemas financieros que se generan con las fluctuaciones de dichos ítems, con lo cual se tiene mayor estabilidad en cuanto a los empleos y al desempeño general de la economía del país. En especial, los derivados representan una gran ventaja para la economía de países emergentes como Colombia que están conformados en su mayoría por Pymes que en su labor se enfrentan a este tipo de riesgos, los cuales pueden ser sorteados de mejor manera con el apoyo de este tipo de instrumentos. Para el caso específico de las

Pymes exportadoras y/o importadoras el riesgo inmediato es el de tipo de cambio, el cual se traduce en incertidumbre, ya que los efectos pueden resultar positivos o negativos, según el comportamiento de la divisa. El efecto que este tipo de riesgo pueda tener sobre las Pymes se traspa de una u otra manera a la balanza comercial y al comportamiento de la economía del país, puesto que en ciclos revaluacionistas se ven incentivadas las Pymes importadoras al contrario de las exportadoras y viceversa para los ciclos de devaluación. Con esto, se ve trastornada la estabilidad de las empresas y por lo tanto también su competitividad en contextos internacionales, produciendo efectos negativos para el país de tipo económico, político y social.

Para una Pyme, lo más preocupante no es solamente verse enfrentada a las pérdidas financieras a causa de la variación de la tasa de cambio, sino que además de no generar riqueza, puede llegar a dejar de producir valor transformando lo que parecía un buen negocio en una pérdida considerable.

Aunque las coberturas cambiarias como herramientas para protegerse de la fluctuación de la tasa de cambio funcionan desde hace muchos años en Colombia, son muy pocas las empresas que se protegen contra estos efectos. Entendidos del tema como Javier Díaz Molina, presidente de la Asociación Nacional de Comercio Exterior, Analdex, afirman que los principales inconvenientes para promover el uso masivo de este tipo de 'blindajes' cambiarios son el desconocimiento del tema y la percepción de alto costo. Según las propias palabras del presidente de dicha institución, "Los empresarios ven las coberturas cambiarias como un costo y no como una inversión que les ayuda a asegurar su flujo de caja. "Aún después del tremendo bajonazo del dólar, los exportadores no se están cubriendo porque piensan que la divisa puede subir de un momento a

otro y recuperar el nivel de los \$2.300 y eso no va a suceder en el corto, ni mediano plazo".²¹.

En esencia, las coberturas tienen como objetivo cubrir, eliminar o reducir el riesgo cambiario que se da cuando las compañías reciben ingresos en una moneda distinta a la de su país y están disponibles en los bancos, en la Bolsa de Valores de Colombia, la Bolsa Nacional Agropecuaria y otros intermediarios financieros.

En la actualidad, la transacción de coberturas cambiarias ha registrado un incremento significativo debido a la revaluación del peso con respecto al dólar en los últimos períodos, como es de esperarse en periodos de revaluación de la moneda de una economía. Así lo ilustran cifras arrojadas por la encuesta organizada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre el volumen de negociación en el mercado cambiario y de derivados, actualizada a Abril de 2007.

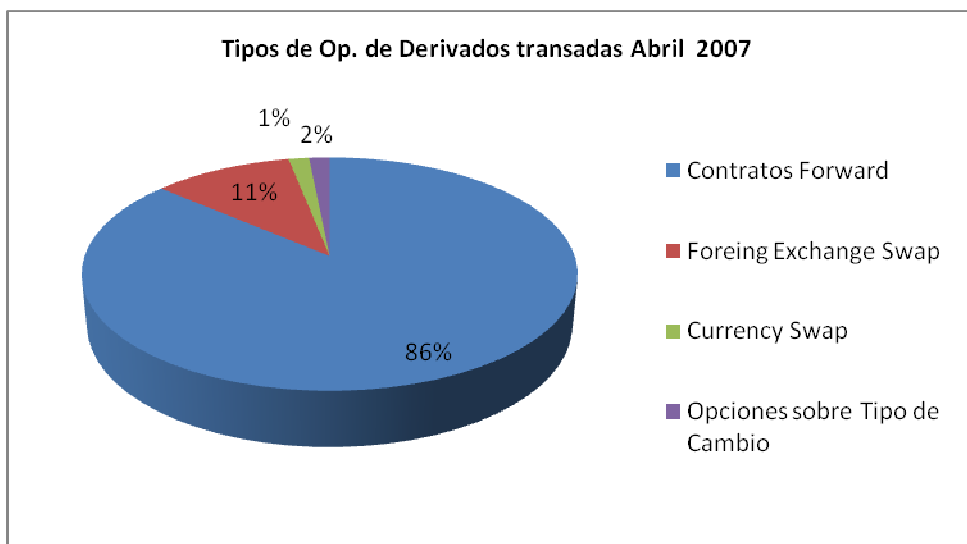
Los datos arrojados por la encuesta organizada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre el volumen de negociación en el mercado cambiario y de derivados, actualizada a Abril de 2007, permiten observar con claridad la situación de este mercado en el país. El objetivo de esta encuesta es obtener una base de información amplia e internacionalmente consistente, del tamaño y estructura del mercado de divisas y del mercado de derivados sobre el mostrador (OTC)²².

Las cifras consolidadas de volumen de negociación en el mercado cambiario de contado y de derivados sobre tipo de cambio en Colombia durante abril de 2007 muestran que el monto de negociación del mercado cambiario de contado

²¹ MISIÓNPYME. Coberturas: de Opción a Obligación.
http://www.misionpyme.com/mision/index.php?option=com_content&task=view&id=1889&Itemid=194

²² Medición a partir de 17 entidades financieras que fueron seleccionadas de acuerdo con su importancia en la participación del mercado cambiario.

reportado ascendió a US\$24.599 millones, y el de las operaciones de derivados a US \$10.744 millones. De este último monto, US \$9276 millones corresponden a contratos *forward*, US \$1136 millones corresponden a *Foreign Exchange Swaps*, US \$166 millones corresponden a *Currency Swaps* y US \$167 millones a Opciones sobre el tipo de cambio. Esto lo podemos apreciar de manera más clara en la siguiente grafica:



Del total de operaciones del mercado cambiario el 94% se concentró en operaciones Peso Colombiano / Dólar Americano; el 0.7% en otras operaciones que involucraron el Peso Colombiano y el 5.3% en operaciones entre dos monedas distintas a la doméstica.

En cuanto a las operaciones de contado, éstas estuvieron concentradas en transacciones Peso Colombiano / Dólar Americano, que ascendieron a US \$22.882 m y representaron el 93% del total transado en el mercado de contado.

Dentro del total de operaciones de derivados reportadas, el 97.5% fueron operaciones que involucran el Peso Colombiano y el 2.5% operaciones basadas en el Dólar Americano (excluyendo las Peso Colombiano / Dólar). Las operaciones

Peso Colombiano / Dólar Americano fueron las más representativas ascendiendo a US \$10.347 millones.

En realidad las ventajas que las coberturas cambiarias representan para los empresarios son muchas. Cuando se hace uso de las coberturas cambiarias hay menor variabilidad de los flujos de efectivo, lo que conlleva a tener un menor riesgo de bancarrota y mejor planificación del presupuesto. Con la primera ventaja se logran mejor acceso a créditos y costos de créditos más bajos; la segunda deriva en mejores relaciones con los clientes, proveedores y empleados²³. Para un importador, contratar coberturas cambiarias le significa un ahorro de liquidez al no tener que efectuar la compra de los dólares de contado con anticipación al vencimiento de la operación; el exportador, por su parte, puede asegurar anticipadamente los ingresos por sus ventas.

Otro factor que se espera incremente el uso de mecanismos de cobertura cambiaria es el incremento en el precio de los *commodities* a nivel internacional, tales como el maíz, la soya y la torta de soya que se ha dado a comienzos del 2008. Este hecho es un desafío para la agroindustria nacional y sobre todo por la tendencia al alza que mantienen estos precios. Por lo tanto uno de los sectores de la economía colombiana más incentivado a tomar coberturas cambiarias es el Agrícola, prueba de lo cual es el Programa de Protección de Ingresos a los Productores Exportadores, liderado por el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, por medio del cual se busca precisamente incentivar la utilización, por parte de los productores, de coberturas cambiarias que limiten el efecto de la revaluación de la tasa de cambio sobre su actividad. Este programa es implementado a través de la Bolsa nacional Agropecuaria-BNA.

²³ Adolfo Castillo Chávez. Universidad Regiomontana. Finanzas internacionales. Presentación cobertura de riesgos y exposición cambiaria. Monterrey, N.L. marzo de 2001.

El incentivo consiste en un apoyo equivalente al 90% del costo de la opción. El productor debe pagar el 10% del costo restante, según lo establecido por el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural. Los sectores incluidos en este programa son: aceite de palma, banano, cacao, camarón y tilapia, caña de azúcar, carne de bovino, frutas, plátano, hortalizas, tubérculos, leche y derivados lácteos y tabaco²⁴.

Uno de los inconvenientes para el desarrollo de este tipo de mecanismos en Colombia es que actualmente se cuenta con un mecanismo de valoración a mercado sólo para Forwards **como lo establece la Circular Externa 006 de Enero de 2004 de la Superintendencia Bancaria**, y éste no necesariamente corresponde con los precios reales de mercado. De esta manera, se restringe de cierta manera el abanico de posibilidades para quienes quieran hacer uso del mercado de derivados, ya que un elemento de suma importancia al momento de tomar un instrumento de éstos es la seguridad, la garantía y transparencia del sistema. Esta incapacidad de dar garantías, aumenta los costos crediticios y en algunos casos operar los productos.

Quizá el anterior sea uno de los inconvenientes más relevantes, pero en realidad aun existiendo un marco regulatorio definido, más de una compañía quedaría por fuera de la posibilidad de cubrirse contra el riesgo, en especial el cambiario, por falta de información o claridad sobre como manejar un portafolio de coberturas. Lo esencial en ese caso es seguir los siguientes pasos a recomendación de Alexander Ruiz Ceballos, funcionario de Bancoldex²⁵:

²⁴ Ministerio de Agricultura. Colombia. Comercio interno: Incentivos y Compensaciones. http://www.minagricultura.gov.co/02componentes/06com_01a_incentivos.aspx

²⁵ Riesgo cambiario e instrumentos de cobertura cambiaria. Alexander Ruiz Ceballos, Bancoldex Sept 2007

- 1) Defina el máximo valor que está dispuesto a perder en un período de tiempo determinado. Plazos de 1 año, 6 meses, 3 meses, etc.
- 2) Estime la volatilidad de la divisa.
- 3) Calcule el VAR de su portafolio.
- 4) A través de coberturas minimice al máximo dicho VAR. El VAR o *Value At Risk* es la máxima pérdida esperada en una posición corta o larga ante cambios bruscos en el precio de un activo específico.

Para ilustrarlo mejor, a continuación un ejemplo:

EJEMPLO

- Máxima pérdida tolerable = \$ 300 MM (COP)
- Posición descubierta (exportaciones) USD 5.000.000
- Vencimiento promedio 180 días
- Volatilidad histórica a 180 días 15%
- VAR = 5.000.000 x 15% = USD 750.000
- VAR COP = USD 750.000 x TRM (2.000) = COP 1.500 MM

Dado que el VAR es mayor que la pérdida tolerable establecida, se debe cubrir el exceso de VAR.

$$* \text{Máxima posición descubierta} = \$ 300.000.000 / 2.000 = \text{USD } 150.000$$

Entonces hay que cubrir **USD 600.000**.

Puede asumir un riesgo con **USD 150.000 descubiertos**, pero cuando la pérdida toque el límite de la máxima pérdida tolerable se debe cubrir totalmente la posición. A esto se le conoce como juego de especulación.

Esta opción, sin embargo, es sólo factible para compañías con la infraestructura suficiente, de lo contrario esta opción no es favorable, pues no contar con los

sistemas de información adecuados, significa la no disponibilidad de los cálculos acertados para realizar el ejercicio, caso en el que sería mejor acudir a entidades expertas en la materia.

4. PERSPECTIVAS DEL MERCADO DE DERIVADOS Y LOS MECANISMOS DE COBERTURA CAMBIARIA EN COLOMBIA

En la actualidad el mercado de Derivados en Colombia es poco profundo, de hecho la estructura del mercado de capitales del país solo hasta hace unos años ha venido siendo reforzada en especial a través de la implementación de una Bolsa de Valores unificada, la regulación conjunta de Valores y banca a través de la Superintendencia Financiera y la implementación del formato de multibanca por parte de algunas entidades bancarias; entre otros aspectos que poco a poco le han dado fondo al mercado de capitales de Colombia. Sin embargo, como se ha expuesto en los anteriores capítulos, los mercados derivados y en especial los mecanismos de cobertura cambiaria no han sido especialmente tratados de manera que puedan desarrollarse y contribuir al crecimiento de la economía general del país.

El panorama para este mercado en Colombia es algo confuso y no es posible vislumbrar de manera clara como seguirá su evolución. Lo que sin duda se puede afirmar es que el mercado de derivados es una puerta a muchas posibilidades de financiación e inversión para las pequeñas y medianas empresas, por lo tanto se hace completamente necesario darle apoyo a este segmento del mercado financiero.

Uno de los aspectos más relevantes para el desarrollo de este tipo de mercados es el legal, ya que depende del marco legislativo que se le aplique, la flexibilidad y accesibilidad del mismo. Este punto fue ratificado en el Tercer congreso Internacional de Derivados y Mercado Financieros realizado en Brasil en agosto

de 2007 por el gerente del Fondo Monetario Internacional Rodrigo de Rato²⁶. Según sus propias palabras, “los gobiernos deben crear marcos regulatorios claros y aplicarlos uniformemente, y mantener una sólida supervisión financiera, reduciendo al mismo tiempo los obstáculos jurídicos y reglamentarios innecesarios que frenan su funcionamiento eficaz. Estos son desafíos enormes, pero la experiencia en economías avanzadas y en algunas economías emergentes indica los posibles caminos a seguir y señala los errores que deben evitarse. Así mismo, el fortalecimiento de los marcos jurídicos y regulatorios, así como la mejora de las normas contables y las relativas a la provisión de información, pueden aumentar la confianza de los inversionistas y las instituciones financieras que utilizan los derivados. Por ejemplo, Brasil tiene los mercados de derivados más importantes de América Latina, y es posible que su éxito se deba en parte a la transparencia y a la administración eficaz de este mercado. Entre las economías emergentes y las de mercados maduros, Brasil es la única que ha establecido la obligación de informar sobre los mercados extrabursátiles de derivados. Por lo tanto, la información que está a disposición de los supervisores es más amplia que en otros mercados. La experiencia de Brasil muestra que la declaración de datos y la transparencia no son imposibles ni excesivamente costosas en los mercados de derivados”.

Indiscutiblemente el aspecto legal es base de un mercado de derivados transparente y consecuentemente atractivo para los participantes, con lo cual se llegaría a la solidez del mismo. Colombia ha tenido avances importantes en la negociación de instrumentos derivados, pero en materia regulatoria aun hay un largo camino por recorrer.

²⁶ Rato, Rodrigo. Crecimiento económico y desarrollo del mercado financiero: Fortalecimiento de la integración. En: Tercer Congreso Internacional de Derivados y Mercado Financiero. Brasil, 22 de agosto de 2007. Disponible en: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2007/082207s.htm>

Con el fin de darle fondo al sistema de negociación de instrumentos derivados a nivel nacional, la Superintendencia Financiera está preparando un marco regulatorio para el manejo de este tipo de contratos en el mercado bancario nacional. La idea es que operaciones como las coberturas cambiarias tengan un marco especial sobre la manera como se contabilizan y el efecto que tengan sobre los estados financieros de las entidades. Para ello, se tendrá en cuenta el tema de manejo de riesgo del negocio, y se fijarán pautas sobre la manera como los intermediarios del mercado cambiario debe manejar los derivados dentro de toda la generalidad de operaciones que se hacen en las entidades financieras del país²⁷.

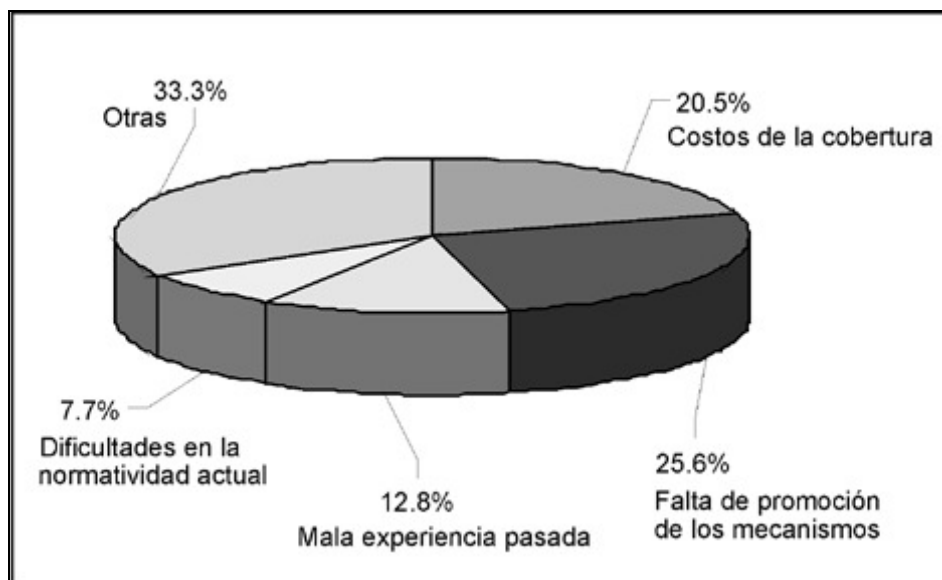
Esta medida sería un gran avance en el sistema de derivados del país, ya que una de las características más relevantes en el desarrollo de otros mercados de derivados en Latinoamérica ha sido precisamente el aspecto legal y regulatorio, que propicia orden y homogeneidad en los procesos, lo que inspira mayor confianza al momento de acudir a este tipo de herramientas.

A pesar que la participación en el mercado de derivados puede estar muy influenciada por la seguridad que un marco legal pueda ofrecer, en Colombia son otras las razones para que las empresas del sector real no tomen parte en este mercado. Una investigación publicada por la revista de la escuela de Ingeniería de Antioquia²⁸ revela que de una muestra de 240 empresas de las ciudades más representativas como Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Manizales y Cartagena,

²⁷ Portafolio 25 de Septiembre de 2007. “Se mantiene el freno en las coberturas cambiarias”.

²⁸ Ochoa, Iván Darío y González, Cristina. Evaluación del mercado de opciones sobre tasas de cambio: perspectivas para una mejor utilización. Revista EIA, ISSN 1794-1237 Número 7, p. 145-158. Junio 2007. Escuela de Ingeniería de Antioquia, Medellín (Colombia)

el 74% realiza exportaciones e importaciones y además tienen saldos en moneda extranjera mayoritariamente en los rangos entre USD 1 millón y 5 millones y mayores de USD 10 millones, lo cual se esperaba condujera a un uso importante de mecanismos de cobertura cambiaria; sin embargo los resultados mostraron que el porcentaje que toma coberturas no es creciente, ya que se midió que el porcentaje que las había hecho anteriormente era mayor que el que las hacía a la fecha de la encuesta (jun 2007). Al indagar, entonces acerca de las razones por las cuales no tomaban coberturas el resultado fue el siguiente:



Fuente: Revista EIA, ISSN 1794-1237 Número 7, p. 145-158. Junio 2007. Escuela de Ingeniería de Antioquia, Medellín (Colombia).

Esto refleja que una de las mayores deficiencias en el mercado de derivados de Colombia no es más que la desinformación de los usuarios potenciales, quienes por no tener los conocimientos suficientes atribuyen a los costos o los riesgos su decisión de no usarlos.

En el 2005, Bancoldex y el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo; en colaboración con la Bolsa de Valores de Colombia, Asobancaria, Analdex y Anif;

publicaron una cartilla de coberturas cambiarias en la que se ilustraba de modo pedagógico la manera en que funcionan estos mecanismos y cuáles son los beneficios que representan para las empresas. Sin embargo, los esfuerzos por difundir el uso de los mecanismos de cobertura cambiaria que ofrece el mercados de derivados debería ser aun mayor, considerando que si esto representa un beneficio para las pequeñas y medianas empresas, consecuentemente la economía del país reflejará esos resultados.

En cuanto a sistemas de negociación el avance en los últimos tiempos ha sido muy importante. La bolsa de Valores de Colombia BVC es líder en la provisión de infraestructura y servicios de negociación²⁹. En junio de 2006 entró en producción el sistema MEC Plus para transacción de deuda y se está trabajando en la renovación del sistema transaccional de acciones y derivados. La BVC hoy en día está orientada a la negociación de títulos de deuda pública, deuda privada, dólares y acciones; sin embargo, el mercado requiere con urgencia nuevas formas de negociación y nuevos productos, acompañados de toda la infraestructura que ello implica. Dentro de este compromiso, se hace necesario, por ejemplo, implementar productos derivados, desarrollando al mismo tiempo aspectos como la cámara de riesgo central de contraparte, coordinación de interfaces con los depósitos, nuevos sistemas de negociación para otros productos y enlaces con el exterior, entre otros. A través de la creación de una cámara de riesgo central de contraparte y la implementación de un nuevo sistema de negociación, la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) busca darle un impulso a las negociaciones de instrumentos de cobertura financiera en Colombia. Con la implementación de este proyecto no solo generará una fuente alternativa de ingresos, sino que la BVC estará en capacidad de proporcionar alternativas para que los intermediarios financieros puedan cubrir parte de sus posiciones en activos subyacentes. Esto a su vez permitirá que sus

²⁹ Bolsa de Valores de Colombia. Prospecto de información Bolsa de Valores de Colombia S.A acciones ordinarias mercado principal Mayo de 2007. Véase http://www.bvc.com.co/bvcweb/homeFiles/Prospecto_BVC.pdf

operaciones de *trading* no se vayan a ver limitadas por restricciones de patrimonio técnico. En este aspecto, el presidente de la Bolsa de Valores de Colombia, Juan Pablo Córdoba, asegura que en los próximos meses se va a implantar en Colombia el primer mercado de derivados estandarizados y la cámara central de contraparte podría entrar en funcionamiento el 1° de Enero de 2009³⁰.

Dentro de los proyectos que tiene la BVC se encuentra uno referente desarrollo de un mercado de derivados para Colombia que ofrezca las garantías necesarias para todos los participantes. El objetivo es desarrollar el mercado de derivados bursátiles en el país, respaldado por una Cámara de Riesgo Central de Contraparte. El proyecto incluye la selección e implementación de un nuevo sistema transaccional para la negociación de estos productos, así como el desarrollo de un plan de promoción y capacitación de los agentes del mercado para la generación de liquidez y formación eficiente de precios de cobertura. De entre todos los proyectos que tiene la BVC al que mayor inversión le fue designado en el 2007 es el de derivados, lo cual es una buena señal para el desarrollo del mismo.

2007		2008		2009	
PROYECTO	INVERSIÓN (Miles de pesos)	PROYECTO	INVERSIÓN (Miles de pesos)	PROYECTO	INVERSIÓN (Miles de pesos)
MEC Plus	2.350.221	MEC Plus	923.203	MEC Plus	842.073
Derivados	7.172.585	Derivados	404.525	Derivados	404.525
Acciones	6.271.147	Acciones	692.117	Acciones	399.000
Gestión de Contenido	2.679.317	Gestión de Contenido	181.000	Gestión de Contenido	181.000
Estrategia Integración	2.298.363	Estrategia Integración	1.485.133	Estrategia Integración	256.000
Sistema de Garantías	394.503	Sistema de Garantías	53.440	Sistema de Garantías	53.440
Otros	2.860.813	Otros	6.509.414	Otros	5.882.863
TOTAL PROYECTOS	24.026.949	TOTAL PROYECTOS	10.248.832	TOTAL PROYECTOS	8.018.901

³⁰La República. “Negociación de derivados le dará más dinamismo al mercado local”. 2008-04-09

Fuente: BVC. <http://www.bvc.com.co>

Además de eso, la BVC viene desarrollando las operaciones con divisas a través de la Sociedad de Servicios Integrados en Mercado cambiario S.A (Integrados Fx S.A) de la cual actúa como casa matriz; lo cual es un soporte importante para la operación de derivados de divisas en un mercado organizado. Esta sociedad administra el sistema transaccional de divisas Set Fx que concentra la mayor parte de la negociación de divisas en el país. Integrados Fx S.A. fue constituida el 17 de enero de 2003 y la participación de la BVC a 31 de diciembre ascendía al 54,85%.

En el 2006, Integrados continuó con la ejecución de la estrategia planteada el año anterior. Su misión estratégica se centró en la ampliación del mercado cambiario, la diversificación de los productos y la provisión de información transparente al mercado. Durante los últimos tres años, Integrados FX ha proporcionado un sistema transaccional y de registro eficiente para la negociación de divisas y derivados en el Mercado Cambiario Colombiano. En lo referente a los mercados de contado, en 2006 se negociaron USD\$158,535 millones, frente a USD\$114,643 millones en 2005 a través del sistema SET-FX. En lo referente a contratos de futuros, se presentó un crecimiento del 411% en el promedio de volumen de negociación mensual por medio de SET-FX, pasando de USD\$43 millones en el 2005 a USD\$219 millones en el 2006.³¹

La gestión que se ha llevado a cabo por parte de la Bolsa de Valores de Colombia ha sido de gran importancia, ya que marca un precedente y sienta las bases para la implementación de nuevas estrategias que favorezcan la profundización del mercado de derivados y el fortalecimiento de los instrumentos de cobertura cambiaria. Por su parte el Gobierno Nacional ha tomado parte de este proceso generando los decretos 1120 y 1121 del 11 de Abril de 2008, mediante el cual se amplían las posibilidades de negociar derivados en el mercado local. Según el

³¹ Bolsa de Valores de Colombia. Prospecto de información Bolsa de Valores de Colombia S.A. Op. Cit.

Ministro de Hacienda, ésta nueva norma le da muchos más instrumentos al mercado, actualiza su funcionamiento y crea unas reglas que hacen mucho más atractiva la utilización de derivados en el mercado de capitales³², lo que a su vez haría que ese mercado fuera más grande, dinámico y profundo. Por otro lado, el presidente de la Bolsa de Valores de Colombia, Juan Pablo Córdoba, y Pablo Corredor, Gerente de XM, (Compañía de Expertos en Mercados S.A. E.S.P), que opera el Sistema Interconectado Nacional (SIN) y administra el Mercado Eléctrico Colombiano además de las transacciones internacionales de electricidad de corto plazo con Ecuador -TIE-; firmaron un memorando de entendimiento para la puesta en funcionamiento del sistema de negociación de derivados energéticos, que se espera entre en funcionamiento para el 2009.

De otro lado, la volatilidad del dólar que frecuentemente rodea el ambiente económico, ha conllevado a que aumente la necesidad de acoger una cobertura cambiaria que neutralice el riesgo cambiario que esta situación genera. A diciembre de 2006, con base en cifras del sistema de negociación de derivados, el monto transado en Opcf's, por parte de clientes diferentes a entidades del sector financiero, fue de 1,24 billones de pesos, mientras que a diciembre de 2007 la cifra llegó a 8,49 billones de pesos. La variación en los doce meses es de 580 por ciento. Para enero de 2008 la negociación de contratos financieros atados a la TRM presentaba un comportamiento de crecimiento generalizado en cuanto a los montos que se transan a través de la BVC. Según datos del sistema transaccional en los primeros 16 días de enero, el valor total de los contratos alcanzó los 614.029 millones de pesos, mientras que en el mismo periodo de 2007 la cifra fue de 87.501 millones de pesos. Es decir, hubo un aumento de 601 por ciento. El crecimiento en las cifras contrasta con la variación de precios de la moneda estadounidense. Durante los primeros 17 días de enero la TRM pasó de 2.014,76

³². La República, Abril 9 de 2008. "Negociación de derivados le dará más dinamismo al mercado local".

pesos, a 1.960,49 pesos, es decir, registró un descenso de 2,69 por ciento ó 54,27 pesos³³.

Otro factor que se espera incremente el uso de mecanismos de cobertura cambiaria es el incremento en el precio de los *commodities* a nivel internacional, tales como el maíz, la soya y la torta de soya que se ha dado a comienzos del 2008. Este hecho es un desafío para la agroindustria nacional y sobre todo por la tendencia al alza que mantienen estos precios. Ante tal panorama la recomendación de la Cámara de la Industria de Alimentos Balanceados de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (Andi), quien hizo este anuncio a principio del presente año, es masificar el uso de mecanismos como los forward y la cobertura de precios y de la tasa de cambio, para agilizar la comercialización de las cosechas y reducir la incertidumbre en las entregas de las materias primas³⁴. También Asobancaria, ante la actual coyuntura de desaceleración económica, apreciación de peso colombiano aunado la altas tasas de interés en el país; señala que las acciones del Banco de la República son cada vez más limitadas y que es necesario incentivar el uso de coberturas cambiarias por parte de los exportadores, ya que estas circunstancias se manifiestan en un mayor costo del crédito, así como en un ajuste de la dinámica de la cartera, lo cual limita la demanda ya que muchos agentes no están en capacidad de tomar financiación en esas condiciones³⁵

Además de eso, para este año el Ministerio de Agricultura y desarrollo Rural, siguiendo con el programa de de Protección de Ingresos a los Productores Exportadores, ha puesto a disposición de los productores agropecuarios la suma

³³ La República, Julio 01 de 2008. “Ante la volatilidad del dólar, crece apetito por las Opcf’s”.

³⁴ EL PORTAFOLIO, Febrero 22 de 2008. Altos precios internacionales de insumos comenzaron a sentirse en Colombia.

³⁵ LA REPÚBLICA, Jueves 22 de Mayo de 2008. Banca insiste en desmontar encajes para frenar revaluación.

de 300 mil millones de pesos para apoyar la toma de coberturas cambiarias³⁶. El primer tramo, cuya convocatoria abrió el 11 de enero, contempla la inversión de seis mil millones de pesos y se dirige a sectores exportadores como azúcar, banano, cacao, camarón, carne de bovino, flores y follajes, frutas, hortalizas, leche y derivados para exportación, palma africana, plátano, tabaco y tilapia. Una vez se agoten los recursos, se pondrá a disposición de los productores los restantes \$24.000 millones para ejecutar un segundo tramo del Programa.

Son este tipo de empresarios y las empresas que tienen a cargo, quienes necesitan sacar el mayor provecho posible de los instrumentos de cobertura cambiaria y mantenerse actualizados en cuanto al desarrollo de los mismos, las ventajas que esto representa para dichos negocios que en su mayoría son Pymes. Para ello, a continuación planteamos una serie de propuestas para que el mercado de derivados y en especial los mecanismos de cobertura cambiaria sean ampliamente difundidos y subsecuentemente usados de manera correcta, teniendo en cuenta que para que se desarrolle este mercado y crezca de manera más rápida se requiere incrementar el número de participantes.

1. *PROMOVER EL USO DEL MERCADO ORGANIZADO*: Tener un mercado de derivados profundo, implica de alguna manera tener las operaciones organizadas y centralizadas en un mercado transparente. La opción es impulsar el uso de la nueva estructura del mercado de derivados en las mesas de operación de contado (mercado OTC), de modo que se puedan incorporar los agentes que actualmente ofrecen derivados bajo esta modalidad, al esquema de mercado organizado que plantea la BVC. En este sentido, sería muy conveniente seguir el ejemplo de MEXDER, el mercado de derivados en México, en el cual los formadores de

³⁶ LA REPUBLICA, Jueves 07 de febrero de 2008. Destinan 30 mil millones para coberturas en 2008

mercado³⁷ cuentan con atención telefónica, a través de lo cual introducen al sistema de negociación sus órdenes de compra o venta y realizan operaciones; de manera que se pueda competir contra las ventajas que ofrece el mercado OTC.

2. ASESORÍA Y CONSULTORÍA ESPECIALIZADA PARA PYMES: Implementación, a través del ministerio de Comercio, Industria y Turismo; de un centro de asesoría y consultoría especializada para Pymes y empresas con poca o ninguna experiencia en uso de derivados, que deseen operarlos, como lo sería ZEIKY para la promoción de las exportaciones. Esto podría ser a través de un sitio Web y/o línea telefónica especializado, y que al mismo tiempo trabaje en colaboración con la BVC con el fin de alimentar la investigación para optimizar la oferta de derivados acordes a las necesidades de la demanda e introducir mecanismos para incrementar el volumen de negociación. La idea de esto es brindar a los empresarios las herramientas necesarias para que hagan de los derivados su mejor aliado para protegerse del riesgo cambiario por sí mismos, que desarrollen principios de administración de riesgo teniendo en cuenta los mecanismos de cobertura y no asuman que la responsabilidad por la protección ante esos riesgos del mercado la tiene el Gobierno.

3. ALIANZAS EFECTIVAS ENTRE INSTITUCIONES FINANCIERAS: Definición de alianzas efectivas y continuas entre instituciones financieras como Bancoldex, Anif y BVC para la incorporación de capacitaciones periódicas acerca de derivados financieros en las sesiones que los organismos realizan como las sesiones seminarios, foros y debates. En la actualidad, se lleva a cabo la feria de servicios para Pyme por parte de Anif. En este evento, se trata el aspecto académico conformado por las conferencias, el aspecto práctico que incluye talleres, ambos complementados con una muestra comercial. Programas como ese serían el marco perfecto para profundizar en la difusión de instrumentos

³⁷ Operador que obtenga la aprobación por parte de la Bolsa para actuar con tal carácter y que deberá mantener en forma permanente y por cuenta propia, posturas de compra y venta de Contratos de Futuros. <http://www.mexder.com/MEX/Glosario.html>

financieros derivados de cobertura cambiaria como opción para el manejo del riesgo cambiario que enfrentan las Pymes. El principal objetivo debe ser proporcionar la mayor información posible al sector real para favorecer un ambiente de seguridad en los mecanismos y el mercado en sí mismo; y así propiciar una cultura de derivados, empezando por los de cobertura cambiaria.

4. APORTES DESDE LA ACADEMIA: Fortalecer la relación Universidad-Empresa para hacer sostenible la transferencia de conocimientos y el desarrollo de proyectos financieros aplicables y continuos, de manera tal que desde la academia se pueda apoyar el desarrollo de un mercado financiero profundo. Aprovechar todos los avances que se den en el ámbito académico, desde la perspectiva de la investigación, sería una forma de desarrollar un proceso continuo de retroalimentación entre la realidad de las empresas y lo estudiado a nivel universitario.

Bajo las consideraciones anteriores, se puede concluir que el mercado de derivados en Colombia y el uso de los mecanismos de cobertura cambiaria, aunque han sido durante mucho tiempo subutilizados y sus ventajas han sido escasamente aprovechadas, las condiciones están dadas para que este mercado pueda surgir y avanzar para traer beneficios a los empresarios, operadores del mercado y la economía en general. Para que esto se dé las partes deben asumir una participación activa en el proceso, principalmente el sector real que, en última instancia, determina el uso adecuado de los mecanismos de cobertura cambiaria y en general de todos los derivados financieros.

5. CONCLUSIONES

El desarrollo de esta investigación estuvo dirigido hacia la obtención de un diagnóstico de la situación actual del mercado de derivados en Colombia, centrándose en el grado de uso que tienen los derivados de cobertura cambiaria por parte del sector real de la economía. Siguiendo esta línea de investigación, se obtuvieron los antecedentes históricos que han rodeado el desarrollo del mercado de derivados y los mecanismos de cobertura cambiaria en Colombia, tomando como referencia los mercados de derivados existentes en otros países para entender cuáles son los aspectos que han limitado el desarrollo de este mercado en Colombia, que se lograron sintetizar así: La falta de un marco legal bien definido, desinformación de los usuarios potenciales, es decir la cultura sobre estos productos es limitada y el incentivo para realizar estas operaciones es bajo en el sector real, ausencia de sistemas de negociación bien organizados, poca diversificación de productos y bajos volúmenes de negociación.

Fue posible precisar la estructura legal y operativa bajo la cual funciona este mercado en el país. En el aspecto legal, se determinó el marco regulatorio del mercado de derivados, cobijado en sus principales aspectos por la Circular Externa N° 21 de 1993, la Circular Reglamentaria externa DODM -144 de 2008 y la Resolución Externa 8 de 2000. En el aspecto operacional se logró establecer cuáles son los instrumentos actualmente ofrecidos por las instituciones financieras tales como Futuros, Forwards, Opciones, Swaps y OPCF's, definiendo sus funciones, ventajas y desventajas; así como las consecuencias que representan para los empresarios la decisión de tomar o no derivados de cobertura cambiaria.

Al realizar el diagnóstico del nivel de desarrollo de los instrumentos de cobertura cambiaria en Colombia, se determinaron las distintas opciones a través de las

cuales se puede mitigar el riesgo cambiario: Las coberturas naturales, cuentas de compensación y coberturas sintéticas o financieras, demostrando que de las tres las más usadas son las financieras enfatizando el especial avance e importancia de estas últimas por el notable incremento en su volumen de negociación que a julio de 2007 era de alrededor de 1.26 Billones de pesos y en los primeros siete meses del presente año se habían hecho contratos de coberturas por 6,75 Billones de pesos.

Finalmente, con la información recabada, se plantearon cuatro propuestas como puntos de partida para acrecentar el uso del mercado de derivados y los mecanismos de cobertura cambiaria y contribuir a su difusión y desarrollo: Promoción del uso del mercado de derivados en los mercados OTC impulsando la implementación de la nueva estructura organizada del mercado de derivados; asesoría y consultoría especializada para Pymes y empresas con poca o ninguna experiencia en uso de derivados; Alianzas efectivas entre instituciones financieras para la incorporación de capacitaciones periódicas acerca de derivados financieros a los empresarios; y Aportes desde la academia para favorecer el flujo de conocimientos y la retroalimentación constante entre el contexto académico y el empresarial. De esta manera, se concluye que para lograr desarrollo significativo para del mercado de derivados y los mecanismos de cobertura cambiaria, las partes involucradas (Estado, empresas e instituciones financieras) deben asumir una participación activa en el proceso, principalmente el sector real de la economía que determina el uso adecuado de los mecanismos de cobertura cambiaria y en general de todos los derivados financieros.

BIBLIOGRAFIA

ANIF-DECEVAL. Estructura y desarrollo del mercado de derivados en Colombia Enfoque Mercado de Capitales, Edición 9. Publicación Noviembre 30 de 2006.

BANCO DE LA REPÚBLICA COLOMBIA. Resolución Externa N° 8 del 5 de Mayo de 2000.

BANCO DE LA REPÚBLICA COLOMBIA- DEPARTAMENTO DE CAMBIOS INTERNACIONALES. Tasa de Cambio, el 19 de Noviembre de 2004. Disponible en: http://www.banrep.gov.co/seminarios/sem_1_2004.htm

BANCO DE LA REPÚBLICA COLOMBIA. Circular Externa Reglamentaria DODM-144 del 19 de Septiembre de 2008. “Asunto 6: Operaciones de derivados”.

BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES. Resultados de la encuesta organizada por el Banco de Pagos Internacionales (BIS) sobre el volumen de negociación en el mercado cambiario y de derivados – Abril 2007.

BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA. Prospecto de información Bolsa de Valores de Colombia S.A acciones ordinarias mercado principal Mayo de 2007. Disponible en: http://www.bvc.com.co/bvcweb/homeFiles/Prospecto_BVC.pdf

CASTILLO CHÁVEZ, ADOLFO. Cobertura de riesgos y exposición cambiaria. En: Presentación para la Universidad Regiomontana. Finanzas internacionales. Monterrey, N.L. marzo de 2001.

EL PORTAFOLIO, 25 de Septiembre de 2007. “Se mantiene el freno en las coberturas cambiarias”

EL PORTAFOLIO, Febrero 22 de 2008. “Altos precios internacionales de insumos comenzaron a sentirse en Colombia”.

GARCÍA SANTILLÁN, Arturo. Sistema Financiero Mexicano y el Mercado de Derivados. Edición electrónica gratuita. Disponible en: <http://www.eumed.net/libros/2007b/>

GÓMEZ LÓPEZ, Roberto. Curso de Mercados financieros, Futuros y Opciones. Disponible en: <http://www.eumed.net/cursecon/cursos/mmff/index.htm>

LATINPYME. El sistema financiero ofrece buenas alternativas para enfrentar la variación de la tasa de cambio. 2008. Disponible en: http://www.latinpyme.com.co/asp_noticia.asp?ite_id=7281&pla_id=1&cat_id=2551&cat_nom=Finanzas

LA REPÚBLICA, Jueves 22 de Mayo de 2008. “Banca insiste en desmontar encajes para frenar revaluación”

LA REPUBLICA, Jueves 07 de febrero de 2008. “Destinan 30 mil millones para coberturas en 2008”

LA REPÚBLICA, Abril 9 de 2008. “Negociación de Derivados le dará más dinamismo al mercado local”

LA REPÚBLICA, Julio 01 de 2008. “Ante la volatilidad del dólar, crece apetito por las Opcf´s”

LA REPÚBLICA- BOGOTÁ, COLOMBIA .Crece uso de coberturas cambiarias según BVC. - Julio 18 de 2007

MINISTERIO DE AGRICULTURA. COLOMBIA. Comercio interno: Incentivos y Compensaciones. Disponible en: <http://www.minagricultura.gov.co>

MINISTERIO DE COMERCIO, INDUSTRIA Y TURISMO REPÚBLICA DE COLOMBIA – BANCOLDEX (BANCO DE COMERCIO EXTERIOR DE COLOMBIA). Coberturas cambiarias. Forward, Opciones, Swaps y OPCF 2005.

MISIONPYME, Colombia. Coberturas: De opción a Obligación. Disponible en: http://www.misionpyme.com/mision/index.php?option=com_content&task=view&id=1889&Itemid=194

MORANDÉ L, FELIPE. Perspectivas del Tipo de Cambio y Políticas del Banco Central. En: Foro Empresarial organizado por ICARE, el 15 de junio del 2000. Disponible en: <http://www.bcentral.cl/politicas/presentaciones/ejecutivos/pdf/2000/morandejunio152002.pdf>

OCHOA, IVÁN DARÍO Y GONZÁLEZ, CRISTINA. Evaluación del mercado de opciones sobre tasas de cambio: perspectivas para una mejor utilización. Revista EIA, ISSN 1794-1237 Número 7, p. 145-158. Junio 2007. Escuela de Ingeniería de Antioquia, Medellín (Colombia)

PEREZ MARULANDA, CAMILA. Tasa de Cambio en Colombia. Determinantes y su impacto sobre la economía colombiana. Investigaciones Económicas Suvalor S.A. Octubre 2006

RATO, RODRIGO. Crecimiento económico y desarrollo del mercado financiero: Fortalecimiento de la integración. En: Tercer Congreso Internacional de Derivados y Mercado Financiero. Brasil, 22 de agosto de 2007. Disponible en: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2007/082207s.htm>

RUIZ CEBALLOS, ALEXANDER. Riesgo Cambiario e Instrumentos de Cobertura. En: Seminario Coberturas Cambiarias. Analdex. Noviembre de 2006. Disponible en <http://www.analdex.org/eContent/newsdetail.asp?id=134&idcompany=3>

URRUTIA MIGUEL. Política monetaria y cambiaria del banco central independiente. En: Revista FLAR nº 1 marzo de 2005

SISTEMAS TRADING. BOLSA. IBEX 35. <http://www.bolsaone.com/>

SUPERINTENDENCIA BANCARIA. Circular Externa 006 DE Enero de 2004.