



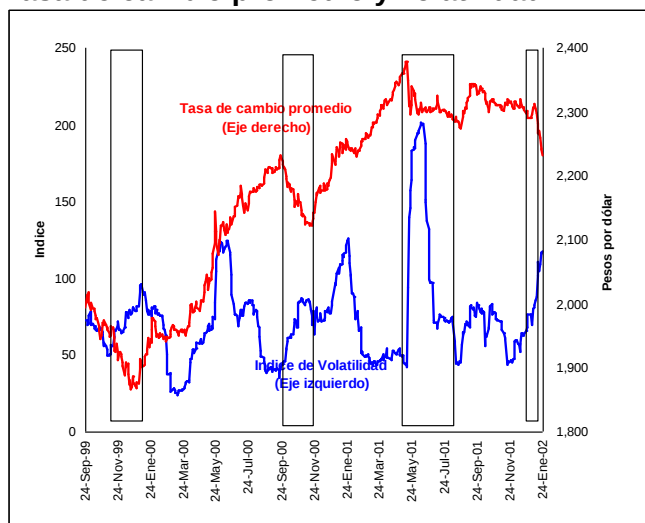
Mercado cambiario:

¿QUÉ PASA CON EL DÓLAR?

Desde septiembre de 1999 el Banco de la República optó por un nuevo esquema cambiario en el cual la tasa de cambio se mueve libremente según las fuerzas del mercado. Bajo este nuevo arreglo el precio del dólar puede subir o bajar según la oferta de divisas sea menor o mayor que la demanda.

Así como se han presentado episodios en la historia reciente donde el precio de la divisa ha aumentado, también se han visto periodos donde éste ha caído. El comportamiento reciente del mercado cambiario es un episodio similar a los ocurridos entre octubre y noviembre de 1999, septiembre y noviembre de 2000, y mayo y agosto de 2001, en los cuales la tasa de cambio se revaluó fuertemente. (ver gráfico)

Tasa de cambio promedio y volatilidad



Fuente: Datatec. Cálculos Asobancaria

Índice de Volatilidad = Desviación estándar de la variación porcentual diaria del último mes / Desviación estándar de la variación porcentual diaria del último año

En cualquier mercado, pero en especial en el mercado cambiario, un precio sigue una tendencia, ésta se retroalimenta así misma haciendo cambiar las decisiones de los agentes; por ejemplo, cuando un importador ve que la tasa de cambio comienza a devaluarse y necesita comprar dólares en un futuro cercano, trata de salir al mercado a comprarlos anticipadamente. Lo mismo ocurre en el caso contrario y esto genera alguna volatilidad a los mercados.

Con el ánimo de evitar fluctuaciones excepcionales o volatilidades excesivas en la tasa de cambio, bien sea hacia arriba o hacia abajo, el Banco de la República definió unos mecanismos de intervención que le permiten estabilizar el precio de dólar: subastas de opciones para acumulación o desacumulación de reservas internacionales, y subastas de opciones para compra o venta de divisas cuando la tasa de cambio se desvíe en más de un 4% de su promedio móvil de los últimos 20 días.

La coyuntura actual del mercado cambiario ha estado dentro de los parámetros definidos por el Banco de la República, lo que ha hecho innecesaria su intervención.

Si bien es cierto que, en lo corrido del año 2002, la tasa de cambio se ha revaluado en un 2.2% —el precio del dólar es hoy casi \$50 más barato que el 31 de diciembre de 2001—, son múltiples los factores que pueden estar determinando ese comportamiento.

En esta nota queremos llamar la atención sobre uno de ellos, que es interesante para mostrar las complejidades del mercado: las operaciones forwards. Además, mostrar un ejemplo de cómo un inversionista colombiano hace una cobertura frente al riesgo de sus inversiones en bonos de deuda soberana en dólares —o bonos yankees— y cómo estas operaciones, que tendrán cumplimiento futuro, pueden afectar el mercado cambiario hoy; antes haremos una breve introducción a la importancia de los productos financieros derivados.

Los productos financieros derivados

Los productos financieros derivados¹ han tenido un desarrollo exponencial en las últimas décadas en los mercados internacionales, a medida que se ha incrementado la volatilidad de las tasas de cambio, tasas de interés e indicadores bursátiles con la globalización de los mercados. Estos productos permiten a los agentes económicos cubrirse frente a los riesgos de pérdida que pueda ocasionar la volatilidad.

El desarrollo de los derivados en Colombia está en una etapa incipiente: tal vez, el más importante es el del forward de tasa de cambio. Un forward de tasa de cambio consiste en un contrato de compra o venta de dólares en una fecha futura a una tasa pactada hoy.

Si, por ejemplo, un empresario debe pagar un crédito en dólares en diciembre del presente año, pero quiere reducir la incertidumbre sobre el tipo de cambio, puede acercarse a un banco y hacer un contrato para comprar en esa fecha los dólares que necesita; desde hoy sabe cuál es el precio de compra, y puede planear con certeza su flujo de caja para hacer el pago.

De este tipo de operación pueden beneficiarse no sólo los agentes que tengan deuda externa; también lo pueden hacer los importadores, o los exportadores o aquellos agentes que tengan inversiones en el exterior, bien sea en activos fijos (inversión extranjera directa) o en portafolios financieros.

Cobertura de un inversionista

Veamos ahora el ejemplo de un inversionista colombiano que compra bonos yankees con una tasa de interés del 10%.

Para el año 2002, el gobierno espera una devaluación promedio del 6.6% y del 10.8% al finalizar el año².

Con el ánimo de garantizar una rentabilidad esperada del 20.8% de los bonos yankees al finalizar este año (rendimiento en dólares más devaluación, es decir $10\% + 10.8\% = 20.8\%$) y no sufrir una disminución de la rentabilidad de sus inversiones, los inversionistas pueden hacer operaciones de cobertura con el sector financiero a través de forwards de compra.

Mediante este mecanismo, el inversionista se compromete a venderle al sector financiero dólares y éste a comprárselos a una tasa de cambio pactada hoy; dicha tasa está alrededor de los \$2.325 por dólar, lo que indica que la devaluación implícita en estos contratos es del 10.5%. Con esta operación, el inversionista garantiza la rentabilidad esperada de sus bonos yankees.

¿Qué pasa entonces en el mercado cambiario?

Cuando una entidad financiera se compromete a comprarle dólares a un agente del mercado en el futuro, ésta tiene dos alternativas: por un lado, puede mantener la posición abierta, mientras que por el otro, puede cubrir su propio riesgo cambiario.

Con la primera alternativa la entidad financiera le estaría apostando a que el precio futuro del dólar va estar mucho más alto de lo que está hoy; en esta situación la entidad simplemente tendría que esperar el precio futuro –asumiendo el riesgo– para saber si ganó o perdió con la operación.

La segunda alternativa tiene dos opciones: acudir al mercado de derivados a hacer la operación de cobertura contraria –en el ejemplo, hacer un forward de venta en que la entidad financiera se compromete a venderle dólares en el futuro a algún otro agente del mercado–, o salir al mercado spot a vender divisas.

Como las entidades financieras tienen actualmente límites en la posición propia de

¹ Los productos financieros derivados son contratos de compra o de venta referenciados a un activo o a una variable económica para ser liquidados en una fecha futura.

² CONFIS. Plan Financiero 2002. 21 de diciembre de 2001 y Supuestos Macroeconómicos DNP.

contado³ y el mercado de derivados es poco desarrollado y profundo, éstas tienen restricciones para obtener las posiciones contrarias; esto es así porque la posición propia de contado es la materia prima con cual las entidades realizan sus operaciones de cobertura.

Para aclarar un poco más supongamos que la entidad financiera se comprometió a comprarle US\$1 millón en el futuro al inversionista que compro bonos yankees (un exportador o un fondo de pensiones por ejemplo). En este caso, el banco debe generar un pasivo externo por el mismo valor, esta operación es la que se conoce en la jerga financiera como "derivado sintético"; es decir, tendría que salir a endeudarse en el exterior y vender dichos dólares en el mercado cambiario doméstico; una vez vende los dólares obtiene pesos, que invierte en el mercado monetario para garantizar que en el futuro tendrá los recursos en moneda local necesarios para adquirir los dólares que se comprometió a comprar.

En cualquiera de las dos opciones anteriores, ya sea vendiendo divisas directamente en el mercado Spot o haciendo el sintético, se genera un mayor flujo de dólares hacia la economía que aumenta la oferta en el mercado cambiario, lo cual, dependiendo de la coyuntura, puede deprimir el precio del dólar.

A manera de conclusión

El comportamiento cambiario reciente obedece a una mayor oferta de dólares que en ningún sentido persigue un objetivo especulativo.

La caída del dólar en las últimas semanas simplemente obedece simplemente a una situación en la cual la oferta es mayor que la demanda. Comportamientos similares se han dado en algunas ocasiones después de la caída de la banda cambiaria.

Hemos visto que el propio desarrollo de los mercados financieros, como es el caso de los

forwards, puede ser un factor que contribuye a la mayor oferta de divisas.

La situación actual es puramente coyuntural, tal como ha ocurrido en episodios pasados; el mercado espera que la tendencia revaluacionista de la tasa de cambio se modifique en las próximas semanas.



Seguro de Desempleo:

ANALISIS DE SU IMPORTANCIA

En el marco de las negociaciones con las FARC ha surgido la iniciativa de abordar, de manera prioritaria, el tema del seguro de desempleo.

En opinión de la Asobancaria, este tema debe supeditarse a otros más importantes, como la creación de un clima propicio para la inversión y el empleo. consideramos que las discusiones que se adelanten sobre el tema no deben perder de vista las restricciones fiscales del gobierno, y los posibles efectos colaterales sobre el mercado laboral.

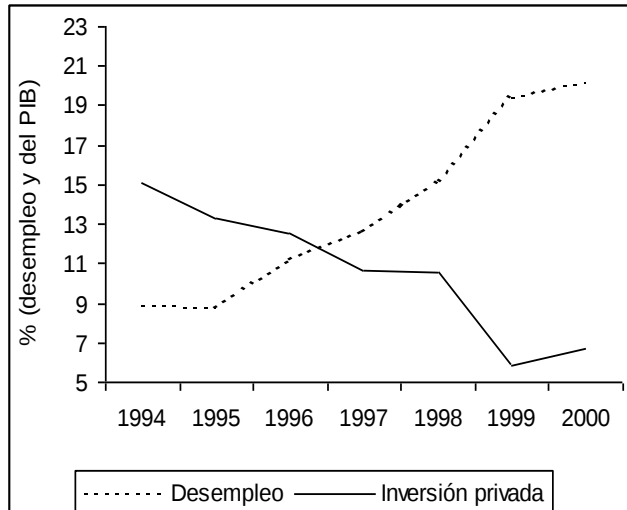
Cambio de prioridad

No hay duda de la necesidad de avanzar en la creación de una red de protección contra el desempleo; ésta ha sido una herramienta utilizada en muchos países en el mundo para mitigar los impactos negativos del desempleo y mejorar el bienestar de la población. Sin embargo, una solución duradera para el tema del desempleo requiere previamente de una lucha contra los factores que lo están generando.

El seguro de desempleo alivia temporalmente la situación para quien teniendo empleo lo pierde; no alivia la situación de quien está desempleado hoy.

³ Definida como la diferencia entre todos los activos y pasivos en moneda extranjera excluidas las operaciones de derivados.

Inversión privada y desempleo

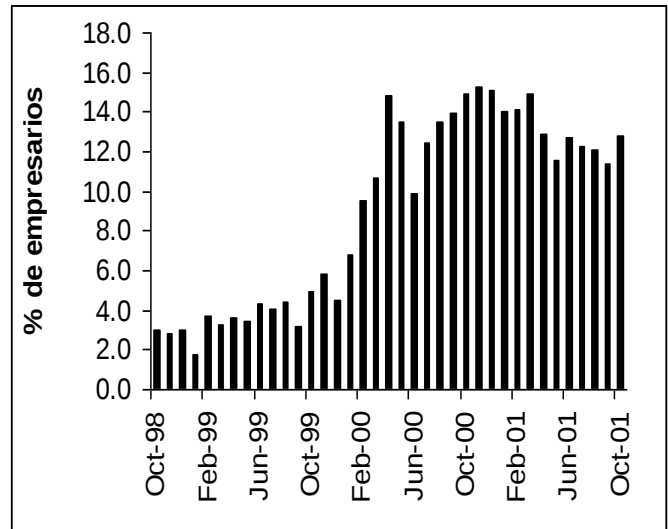


Fuente: DANE, cálculos Asobancaria

Entre los factores que explican el crecimiento del desempleo en el país sin duda alguna la caída de la inversión privada es la más importante; ésta pasó de representar un 15% en 1994, a apenas 6.7% en el 2000 (Ver gráfico). Esta caída es explicada, fundamentalmente, por la crisis económica reciente, por la inestabilidad en las reglas de juego, la carencia de infraestructura física y por los crecientes problemas de seguridad y orden público.

Resulta preocupante que cada día crezca el porcentaje de empresarios que manifiesta sentir un clima adverso para la inversión y el empleo (Ver gráfico). De tal manera que, antes de abordar el tema del seguro de desempleo, es necesario discutir la necesidad de propiciar un clima más favorable para los empresarios.

Porcentaje de empresarios que considera el orden público y la seguridad como problemas



Fuente: ANDI

¿Con qué plata?

La viabilidad financiera de un seguro de desempleo requiere de un fondo de recursos alimentado por una fuente permanente de ingresos que suele provenir de los aportes de los de trabajadores, los empresarios y del gobierno.

En el caso colombiano tal fondo no existe, la situación actual de las empresas y los empleados dificulta que éstos concurren con los aportes de necesarios para financiar el seguro, lo cual impondría la necesidad de cubrirlo con recursos del presupuesto nacional. Sin embargo, la realidad de las finanzas públicas no permite absorber el costo de este seguro, sin sacrificar otras áreas de la inversión social como la salud y la educación. Mal haría el gobierno en abrir un hueco en estas áreas prioritarias para tapar otro en el campo laboral.

¿Efectos negativos?

Pese a que no existe un consenso sobre el impacto de un seguro de desempleo sobre los

mercados laborales, existen trabajos académicos que alertan sobre la necesidad de diseñar adecuadamente estos programas, para evitar que aumente el problema, como ha ocurrido en algunos países.

Al recibir beneficios ilimitados del seguro, los desempleados se podrían ver desestimulados a buscar trabajo (o a exigir altas remuneraciones), lo cual prolonga el período de desempleo y las tasas de desocupación. Al mismo tiempo, los desempleados van perdiendo calificación y competencias en el mercado laboral, lo que los aleja cada vez más de la posibilidad de conseguir un empleo adecuado.

De la experiencia internacional han surgido las siguientes recomendaciones para que el impacto del seguro de desempleo sobre el mercado laboral sea mínimo, y pueda cumplir con los objetivos trazados:

1. Como cualquier seguro, los potenciales beneficiarios (empleados) deben pagar una prima o contribución que debe ser una fracción de su ingreso laboral.
2. Restringir los beneficios económicos del seguro a una fracción (50 o 60%) del último ingreso laboral.
3. Limitar el tiempo de disfrute del seguro de depósito; incluso, se recomienda tener un cupo de tiempo (en meses) durante la vida laboral para estimular la búsqueda de empleo.
4. Demostrar que se ha emprendido un proceso de búsqueda de empleo y que no se le han hecho propuestas de trabajo adecuadas.
5. Que los beneficiarios sean trabajadores que hayan perdido su trabajo sin justa causa, por despido, liquidación de la empresa, etc.

En los Estados Unidos y el Reino Unido tienen los sistemas de seguro más exigentes en cuanto a los requisitos de concesión; además, un alto porcentaje del seguro se financia con cotizaciones directas de los trabajadores y los empleadores, lo cual reduce las presiones fiscales (excepto Bélgica y Dinamarca). En los

países de América Latina sobresalen los sistemas de financiación directa del gobierno en Brasil y Chile, y con cargo a la seguridad social como en México y Uruguay; así mismo, es fácil constatar que la tasa de reemplazo está en promedio entre un 50 y 60%.

**Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de
Colombia - Superintendencia Bancaria
1er CONGRESO DE RIESGO CREDITICIO
Cartagena de Indias, Febrero 14 y 15, 2002
Hotel Hilton**

P R O G R A M A

J u e v e s 14

Palabras de Instalación

8:30-9:15 AM

Patricia Cárdenas Santa María, Asobancaria

Patricia Correa Bonilla, Superintendencia Bancaria

1era sesión

Elementos generales del riesgo crediticio

9:15-10:00 AM

•Calificación crediticia y riesgo de crédito

Angel Vilariño. Consultor

10:00-10:15 Café

Modelos y metodologías para la medición del riesgo crediticio

10: 15 –12:00 AM

•Riesgo crediticio y análisis sectorial

Fernando del Olmo, Analítica consultores

•Nuevas tendencias en la evaluación del riesgo crediticio
Algorithmics

•Modelos de Inteligencia Artificial

Ramón Trias, Aplicaciones de Inteligencia Artificial - AIS

12:00 – 12:30 PM Preguntas

12:30 - 2:30 PM Almuerzo

2da sesión

Mitigación y administración del riesgo crediticio

2:30 –4:00 PM

•Técnicas para la mitigación del riesgo de crédito

Jorge Galindo, Andersen

•Poniendo el precio al riesgo crediticio

Luis Gabriel Caro, Director Finac y miembro de Milliman
Global.

4:00 – 4:15 PM Café

El riesgo crediticio en la práctica

4:15 –6:00

- La visión de un banco con énfasis en crédito a las Pymes
Julio Valles, Socio fundador IBERAVAL Sociedad de Garantías Recíprocas
- La visión de un banco con énfasis en crédito de consumo
First Union
- Ratings Internos: Evaluación del Riesgo de Crédito en las Microfinanzas.
Roberto Keil, Director Ejecutivo Instituto del Riesgo Financiero

6:00 –6:30 Preguntas

V i e r n e s 15

3era sesión

Las centrales de riesgo y las nuevas tendencias del *credit scoring*

8:30 – 9:45 AM

- Dr. Robert Davis, Director de CRIF Norte América
Dr. Nicolas Vedrenne, Presidente Experian Hispano América

Riesgo crediticio y otros riesgos financieros

9:45 –10:30 AM

- Riesgo operativo y riesgo crediticio
Robert J. Ceske, Managing Director Net Risk

10:30-11:00 AM Café

Regulación prudencial del riesgo de crédito - Tendencias Internacionales

11:00-12:45 PM

- Tendencias recientes –Basilea II
Bob Claske, Banco Internacional de Pagos
- Problemas de la regulación actual.
Charles Calomiris, Universidad de Columbia

12:45-2:30 PM Almuerzo

Regulación prudencial del riesgo de crédito - Experiencias Latinoamericanas

2:30-4:00 PM

- Tendencias de regulación en Chile
Enrique Marshall, Superintendente Bancario Chile
- Regulación del Riesgo Crediticio en Argentina
Javier Bolzico, Ex Superintendente de Bancos Argentina

4:00 –4:15 PM Café

4:15 –6:00 Talleres (Workshops)

Para mayores informes favor comunicarse con Juan Pablo Estrada al 2496411 ext. 470-480 o al correo electrónico riesgo@asobancaria.com