



Instrumentos Forward:

UN MECANISMO EFECTIVO DE COBERTURA

La coyuntura cambiaria, caracterizada por la continua y sostenida revaluación, ha llamado la atención de analistas y las propias autoridades económicas. Basta con señalar que, durante estos primeros catorce días del año, la tasa de cambio se ha apreciado en cerca de \$31 (1.3%), nivel considerablemente superior al registrado el mismo periodo del año anterior.

Independientemente de los factores que han motivado este comportamiento, sobre los cuales se ha hecho referencia en ediciones anteriores de la Semana Económica, queremos en este caso concentrarnos en la reciente coyuntura, enmarcada por el considerable incremento en el uso de instrumentos financieros debido a la dinámica de la tasa de cambio y a la promoción de los mismos por parte del gobierno.

Más allá de la coyuntura local, el desarrollo de los mercados financieros globales ha obligado a los especialistas a buscar nuevas alternativas en productos que permitan la optimización de sus resultados financieros. En tal sentido, los agentes del mercado han venido buscando herramientas que se ajusten adecuadamente a tales necesidades, no sólo en lo concerniente a los pagos y beneficios, sino también en cuanto a la cobertura de riesgo y disminución de costos en todas las operaciones.

Actualmente existe una gran variedad de productos y combinaciones de activos que cumplen con este objetivo (derivados financieros), dentro de los cuales se encuentran los contratos *forward*.

La revisión de algunas decisiones como la adoptada por la autoridad monetaria al establecer un límite en la posición propia de contado (que analizaremos en detalle en esta edición) es fundamental a la hora de promover dichos instrumentos en nuestro país.

En esta edición de la Semana Económica, se ofrecen algunas herramientas de análisis en torno a la definición de las operaciones *forward*, las implicaciones de su uso y se presentan las conclusiones más importantes sobre el desarrollo global y local de estos productos.

Algunas generalidades sobre los contratos *forward*

Los contratos *forward* se definen como un acuerdo entre dos partes para comprar o vender un activo denominado subyacente, en una fecha futura especificada y a un precio previamente acordado. Es decir, la operación de compra-venta se pacta en el presente, pero la entrega del activo y del dinero en efectivo se realiza en el futuro.

Este tipo de operaciones junto con las de otros productos derivados, fueron reglamentadas en nuestro país en 1998 y desde entonces, se vienen utilizando principalmente para realizar operaciones de cubrimiento cambiario. Esto, debido a que dicho instrumento le permite a los agentes hacer coberturas de acuerdo con sus posiciones en dólares y sus propias expectativas del tipo de cambio.

Estas operaciones pueden adaptarse a las necesidades particulares de las contrapartes y generalmente requieren de garantías, líneas de crédito, tenencia de divisas, entre otros, con el fin de que se reduzcan los impactos de un eventual incumplimiento.

Existen diversas clases de *forward*:

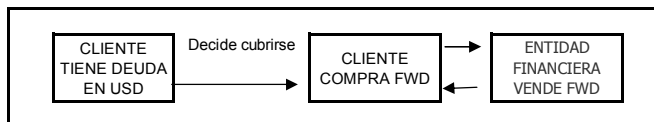
- *Forward* sobre divisas: es un acuerdo entre dos entidades para aceptar o realizar la entrega de una cantidad específica de una divisa por otra, en una fecha y un lugar determinado.
- *Forward* sobre tasa de interés: con base en un mismo valor nominal, cada agente se compromete a pagar al otro unos intereses que son diferentes para cada una de las partes, dependiendo de las

tasas que se hayan acordado (p.e. tasa fija vrs. tasa variable). En el plazo estipulado, se realiza el neteo de intereses y la entidad que al final tenga un saldo negativo deberá cancelar ese valor a la contraparte.

- **Forward** sobre títulos de renta fija: consiste en un acuerdo entre dos partes para aceptar o realizar entrega de un título por un valor y en una fecha determinada. En este tipo de contratos hay traspaso y entrega física del título en la fecha de cumplimiento.

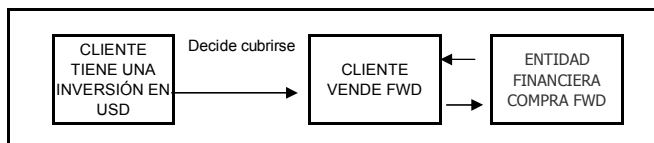
Con el ánimo de ilustrar este tipo de operaciones, presentamos a continuación dos ejemplos, tanto de compra como de venta, por parte de una entidad financiera.

Ejemplo de la operación de una entidad financiera que vende un *forward*



- El cliente tiene una deuda en dólares o es un importador y, tiene la expectativa de que se presente una devaluación del peso.
- El cliente decide cubrirse, comprando un contrato *forward* a la institución financiera, en el que se pacta que a futuro el banco le venderá una cantidad determinada de dólares a una tasa previamente acordada.

Ejemplo de la operación de una entidad financiera que compra un *forward*



- El cliente tiene una inversión en dólares o es un exportador y, tiene la expectativa de que se presente una revaluación del peso.
- El cliente decide cubrirse, vendiendo un contrato *forward* a la entidad financiera, en el que se pacta que a futuro la entidad le comprará una cantidad determinada de dólares a una tasa previamente acordada.

¿Son necesarios los *forward*?

Las Entidades Financieras son fundamentales en la distribución del capital para estimular el crecimiento económico de cualquier país. A través del uso de *forward* la asignación de recursos se hace más eficiente.

Por el lado de la demanda crediticia, cuando un cliente hace uso de estos instrumentos, está reduciendo el riesgo de sus activos y flujos de caja, lo que incrementa sustancialmente la probabilidad de que éste cumpla totalmente con los plazos y obligaciones. Lo anterior mejora las condiciones de los créditos financieros necesarios para el continuo desarrollo de su actividad empresarial.

Desde el punto de vista de la oferta, los colocadores de crédito tendrán carteras menos riesgosas, ya que estos instrumentos permiten a los usuarios construir su perfil de riesgo de acuerdo a sus preferencias y/o tolerancias. No sólo la asignación de créditos se hace más eficiente, también las entidades ayudan a sus clientes a mitigar los riesgos que no son inherentes a su actividad empresarial.

Los *forward*, además de modernizar y elevar la competitividad del sistema financiero, permiten fomentar la inversión en la economía local, puesto que, por medio de éstos, se le puede ofrecer mejores garantías a los inversionistas, incluso cuando las condiciones del mercado no son favorables. De esta forma se propicia la permanencia de capitales que ya no tienen que migrar ante eventos de volatilidad, conduciendo así un alto nivel de estabilidad macroeconómica.

Dado que esta clase de instrumentos son contratos cuyo precio depende del valor de un activo subyacente, el cual puede ser una divisa, tasas de interés e incluso bienes como el oro y el

petróleo, los *forward* proveen información relevante sobre el mercado de los activos subyacentes en cuanto a formación de precios, contribuyendo así a una mayor eficiencia y liquidez de los mismos.

Por último, vale la pena destacar que estos productos incrementan el valor de las empresas. Cuando una institución, bien sea del sector real o financiero, cubre adecuadamente sus riesgos por medio de derivados, le genera un valor agregado a los accionistas, ya que el riesgo al que sus activos están expuestos es menor. Esto, disminuye su tasa de descuento e incrementa el valor de la entidad.

¿Qué dicen las cifras internacionales?

De acuerdo con el informe publicado en diciembre pasado por el *Bank for International Settlements* (BIS)¹, los mercados de derivados OTC² actualmente se constituyen en una industria global, caracterizada además por un enorme crecimiento en los últimos años. El valor nominal de estos productos pasó de US\$ 72 billones en junio de 1998 a US\$ 220 billones en el mismo periodo del 2004. Esto es un crecimiento superior al 204%.

Las operaciones realizadas en los mercados cambiarios de los 50 países que fueron encuestados para efectos del estudio, crecieron un 54% en el periodo de referencia. Del total, los *forward* fueron los instrumentos derivados más utilizados para realizar coberturas, presentando un valor nominal de US\$ 16 billones (Gráfico 1).

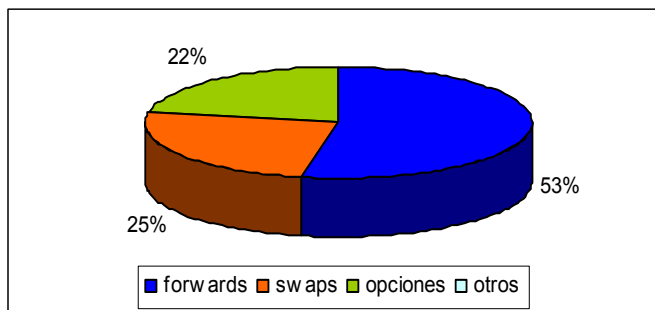
A pesar de su crecimiento en los últimos tres años (26.28%), éstos instrumentos presentaron un leve decrecimiento (9.26%) entre 1998 y 2001, como lo muestra el gráfico 2.

¹ Encuesta trienal y semestral sobre el mercado de derivados OTC. Junio 2004.

² OTC corresponde a la sigla de la expresión en inglés *Over the Counter*, y hace referencia a un sistema de negociación bilateral por fuera de mercados organizados p.e. de una bolsa de valores. Dentro del mercado OTC, además de los *forward*, se encuentran productos como los swaps, warrants y opciones.

Gráfico 1

Participación de los *forward* en los contratos de tipo de cambio



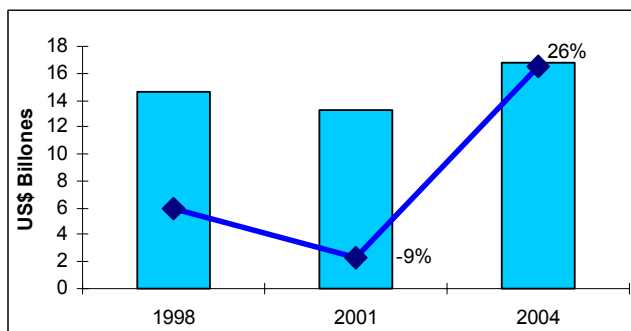
Fuente: Bank for International Settlements

*Datos a junio de 2004

*Muestra para 50 países.

Gráfico 2

Comportamiento del mercado de *forward*



Fuente: Bank for International Settlements

*Datos a junio de cada año.

*Muestra para 50 países.

¿Y cómo está Colombia?

Desde hace más de 4 años Colombia adoptó un esquema cambiario de flotación en el que las fuerzas del mercado determinan el precio del dólar. Esto es sin duda una razón de primer orden para que los agentes económicos cuenten con mecanismos que les permitan cubrirse de variaciones en el tipo de cambio. Además esto es más claro cuando la economía colombiana está permanentemente influenciada por las fuerzas de la integración financiera internacional y por fenómenos externos que no dependen de las decisiones de la autoridad monetaria interna. Estos factores aumentan la volatilidad de los mercados financieros y la del propio sector real.

Como se mencionó, mediante las operaciones *forward* los agentes pueden protegerse ante la volatilidad del tipo de cambio, de la tasa de interés e incluso de la variación en el precio de algunos tipos de materias primas como el oro y la plata.

Pese a que somos conscientes de las bondades de este tipo de herramientas y del compromiso que ha manifestado el Banco de la República de propiciar unas condiciones más favorables para su desarrollo, consideramos que es importante que se revisen algunas de las medidas adoptadas en ese frente. En particular, una de las principales restricciones que tiene que ver con el establecimiento de unos límites a la Posición Propia (PP)³ y de la Posición Propia de Contado (PPC)⁴ (en los últimos cinco años estos límites han sido modificados cuatro veces). En nuestra opinión, la revisión de dichos límites sería concordante con la mayor profundidad y liquidez del mercado de *forward* en nuestro país.

En efecto, la entidad financiera debe cubrir la exposición cambiaria que le genera el *forward* y para esto tiene tres opciones: a) utilizar el mercado *forward*; b) utiliza recursos del mercado internacional vía endeudamiento externo y c) realizar una posición sintética negociando dólares en el mercado *spot* y colocando los pesos en el mercado local.

En la medida en que existe una restricción dada por el límite a la PPC se mitiga la capacidad de las entidades financieras de cubrir dicha exposición cambiaria. Este límite restringe la posibilidad de compra de divisas para tal cubrimiento y

propicia una reducción de la oferta de coberturas por parte de los intermediarios financieros.

De otra parte, no hay que perder de vista que la utilización de estos mecanismos no puede ser percibida por los agentes del mercado como un intento para frenar la dinámica revaluacionista. En efecto, en la actual coyuntura, en la cual buena parte del cubrimiento se realiza vía endeudamiento externo, la revaluación podría acentuarse debido al incremento en la oferta de divisas en el momento del vencimiento de los contratos.

Ahora bien, la importancia de que países como Colombia cuenten con un mercado para el desarrollo de esta clase de productos derivados, ha sido destacada por organismos financieros internacionales como el Fondo Monetario (FMI) y la International Finance Corporation (IFC), quienes han recomendado el establecimiento de estos instrumentos, con el fin de promover esquemas de estabilidad macroeconómica y facilitar el control de riesgos de los intermediarios financieros y de las empresas del sector real.

De acuerdo con los datos reportados por el Banco de la República⁵ al BIS, el valor nocional del mercado colombiano de derivados OTC, en junio de 2004, fue de aproximadamente US\$ 4,000 millones, de los cuales las operaciones realizadas en el mercado cambiario representaron el 95% y los contratos de tasa de interés el porcentaje restante.

Similar al contexto internacional, los *forward* representaron la mayor proporción de los derivados de tipo de cambio, con un valor nocional de US\$3,400 millones. Esta cifra equivale a un crecimiento del 230% al compararse con los resultados obtenidos en la encuesta realizada en junio del 2001, en la cual el valor nocional de estos instrumentos financieros fue de US\$1,028 millones.

³ La Posición Propia es la diferencia entre todos los derechos y obligaciones denominados en moneda extranjera registrados dentro y fuera del balance. Su monto máximo no podrá exceder el equivalente en moneda extranjera al 20% del patrimonio técnico del intermediario. Su monto mínimo podrá ser negativo, sin que exceda el equivalente en moneda extranjera al 5% de su patrimonio técnico.

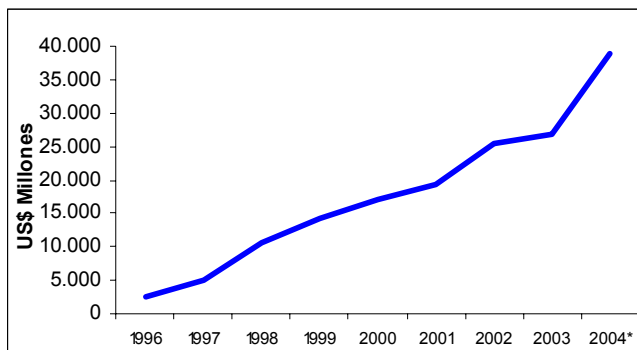
⁴ La Posición Propia de Contado se define como la diferencia entre todos los activos y pasivos denominados en moneda extranjera. Actualmente, su máximo no podrá superar el 50% del Patrimonio Técnico de la entidad y no podrá ser negativa.

⁵ Encuesta realizada por el BIS sobre el volumen de negociación en el mercado cambiario de derivados, en donde Colombia formó parte de los 50 países que componen la muestra. Las entidades que colaboraron para el caso colombiano, se seleccionaron de acuerdo a la importancia de su participación en el mercado cambiario.

Al contrastar nuestro mercado de *forward* con el mundial encontramos que el volumen de las operaciones tranzadas y el flujo de dinero distan mucho de los estándares internacionales. De hecho, las transacciones realizadas en Colombia equivalen únicamente al 0,02% de las operaciones reportadas por los cincuenta países encuestados por el BIS.

Por tal motivo, contrastar nuestro mercado con el de otro país Latinoamericano es algo más acertado. Particularmente para el caso de Chile, según datos del Banco Central de este país, el monto negociado de *forward* de tipo de cambio se incrementó de US\$113.000 a US\$208.000 millones entre 1998 y 2003, lo que equivale a un incremento de 95%.

Gráfico 3
Comportamiento del mercado de *forward* en Colombia



Fuente: Banco de la Republica

*Datos a noviembre

En el gráfico 3, se puede observar que en el caso colombiano el mercado de *forward* ha venido presentando un continuo crecimiento. Para el mismo periodo de las estadísticas chilenas, el monto negociado pasó de US\$11.000 a US\$27.000 millones implicando un aumento del 145%⁶. Si bien, es un hecho que en nuestra economía los agentes están incrementando el uso de estos productos, el volumen del mercado colom-

biano también está lejos de alcanzar la de otros países de América Latina.

Conclusiones Finales

Es un hecho que el mercado *forward* en Colombia ha venido creciendo considerablemente en los últimos años, motivado en gran parte por el mayor riesgo cambiario al que se encuentran expuestos los agentes y a la internacionalización de las finanzas locales. A pesar de lo anterior, la profundidad del mercado colombiano dista de los estándares internacionales y regionales en la materia.

Una infraestructura institucional y económica propicia es fundamental para que estos productos se sigan desarrollando. Al respecto, es importante resaltar el trabajo de la Superintendencia Bancaria y el Ministerio de Hacienda, al proveer a los intermediarios financieros herramientas adecuadas para la medición y el manejo de los riesgos asociados con las operaciones de estos productos. Sin embargo, medidas como la de establecer límites a la PP y a la PPC no estimulan el continuo desarrollo del mercado de *forward* colombiano.

Cada día más empresas utilizan derivados para controlar efectivamente los riesgos a los cuales están expuestas, como lo demuestra la más reciente encuesta de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA)⁷, donde se encuentra que cerca del 92% de las 500 compañías más grandes del mundo hacen uso de estos productos. Por tal razón, es necesario influir en la percepción que tienen las empresas nacionales sobre el uso de *forward*, para que no sean vistos como instrumentos utilizados únicamente por entidades financieras. Estos, deben ser concebidos como mecanismos de cobertura de riesgo y de estabilización de los estados financieros, con aplicabilidad a los diferentes sectores de la economía.

No cabe duda del impacto que los productos *forward* pueden tener en el desarrollo de al-

⁶ Estas cifras equivalen al total anual obtenido al agregar las operaciones realizadas mes a mes del Sector Financiero y del Sector Real.

⁷ Encuesta realizada en Abril de 2003. Cubre las 500 empresas más grandes del mundo, de acuerdo a los ingresos reportados al final del año 2001.

gunos de los sectores claves para el crecimiento de la economía, más aún bajo un ambiente de integración económica y financiera como el enmarcado por el Tratado de Libre Comercio (TLC). Sin duda, estos retos exigirán un mercado de derivados más desarrollado en cuanto a productos y precios.

Al respecto, la Asociación Bancaria está convencida de que en esta intención resulta de la mayor importancia contar con el concurso activo de todos los actores del mercado involucrados en este proceso: los agentes que tengan necesidades contrarias frente a la dinámica de la tasa de cambio y el sistema financiero con gran responsabilidad en el esquema de formación de precios. En tal sentido, son bienvenidos todos los esfuerzos encaminados a fortalecer la promoción y crecimiento del mercado de coberturas en nuestro país.