



El mercado de derivados en Colombia UNA MEJOR ADMINISTRACION DEL RIESGO

La creciente volatilidad de los mercados financieros ha obligado a los agentes a desarrollar instrumentos que les permitan cubrirse de los riesgos asociados a las transacciones que realizan, logrando de esa manera la asignación eficiente de los recursos y la maximización de los beneficios. Dichos instrumentos reciben el nombre de derivados financieros y se han venido utilizando de manera dinámica en el mundo durante los últimos años.

Pese a que en nuestro país todavía estamos lejos de contar con un mercado lo suficientemente líquido y profundo, no hay duda de la importancia que han venido ganando los productos derivados en Colombia, como herramientas para la administración del riesgo financiero.

Los esfuerzos por proveer un marco regulatorio prudencial para operar con productos derivados, la mayor conciencia de los riesgos a los que se enfrenta la economía por variaciones en el tipo de cambio y en las tasas de interés, así como una mayor capacidad del sector financiero por ofrecer soluciones de cobertura, permiten augurar un futuro promisorio a esta actividad.

La necesidad de desarrollar un mercado para este tipo de productos en Colombia ha sido señalada por organismos financieros internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la *International Finance Corporation* (IFC). Estas instituciones afirman que la promoción de dichos instrumentos se constituye en un elemento fundamental para la adecuada gestión de riesgos por parte de las entidades financieras y del sector real.

Dada a la importancia que han venido registrando los instrumentos derivados, en esta nota se presentan algunas herramientas de análisis sobre este mercado. Así mismo, se muestran algunas cifras sobre su tamaño en Colombia y a

nivel internacional, así como algunas reflexiones normativas en la materia.

Los productos derivados

Los instrumentos derivados son acuerdos financieros cuyo precio está determinado por el valor de otro activo denominado "activo subyacente".¹

En tal sentido, los derivados operan a través de contratos celebrados entre dos tipos de agentes: los que quieren cubrirse del riesgo inherente al precio del subyacente y los que buscan asumirlo. Los primeros tienen como finalidad asegurar el precio futuro del subyacente, mientras que los segundos buscan obtener ganancias económicas de las variaciones en el precio de dicho activo.

El objetivo de estos productos es reducir el riesgo asociado a las fluctuaciones inesperadas del precio del activo subyacente.

Los derivados pueden realizarse sobre tasas de interés, tipos de cambio, precios de materias primas (*commodities*) y acciones, entre otros.

Los instrumentos de cobertura más comúnmente utilizados a nivel internacional se pueden enmarcar en la siguiente gama:

- **Futuros:** son contratos entre dos partes, las cuales acuerdan comprar o vender un activo subyacente en una fecha futura específica y a un precio establecido con anterioridad.
- **Forwards:** estas operaciones funcionan de manera similar a las de futuros. Sin embargo, la diferencia radica en que éstas son pactadas bilateralmente por fuera del mercado, por lo que las características del contrato son acordadas entre las dos partes, de acuerdo a sus necesidades específicas.

¹ De Lara, Alfonso (2002). "Medición y Control de Riesgos Financieros." Segunda Edición. México.

- **Opciones:** son operaciones en las cuales se genera el derecho, más no la obligación, de comprar o vender en el futuro el activo subyacente a un precio pactado. Existen dos clases de opciones: de compra (*call*) y de venta (*put*).
- **Swaps:** son contratos por medio de los cuales dos partes se comprometen a intercambiar una serie de flujos de dinero determinados sobre un monto nominal en una fecha futura previamente establecida.

Más recientemente los agentes financieros internacionales han empezado a utilizar otros instrumentos que les han permitido cubrirse del riesgo asociado al incumplimiento en los créditos e inversiones en deuda. Estos productos, que cada día cobran mayor relevancia, son conocidos como derivados de crédito.²

Se trata de acuerdos de carácter bilateral que funcionan como una garantía contra las pérdidas de los créditos. Su valor no depende del precio de un activo subyacente sino de la ocurrencia de un evento particular, el cual debe ser definido de manera específica entre las partes del contrato. Los derivados de crédito más comunes son: los *credit swaps*, las *credit options* y las *credit link notes*.³

La tendencia internacional en el uso de derivados

El crecimiento de los productos derivados a nivel internacional se ha dado a expensas de los avances en el campo de la informática, de la

² Peña, Juan Ignacio (2002). "La Gestión de Riesgos Financieros de Mercado y Crédito." España.

³ **Credit Swaps:** estos instrumentos financieros minimizan el riesgo de crédito a través del intercambio de los pagos de los créditos de un banco con los de otras entidades.

Credit Options: funcionan como una póliza de seguros que se compra con el fin de tener protección frente a los cambios adversos en la calidad crediticia de los activos. Las *credit options* más comunes se conocen como los *credit default swaps*.

Credit-Linked Notes: este derivado funciona como un activo financiero sobre el cual se tiene un *credit default swap*, cuyo pago de principal e intereses es contingente al desempeño de un prestatario específico.

integración financiera internacional y del desarrollo de técnicas en la administración del riesgo.

De acuerdo con las cifras de un estudio del *Bank for International Settlements* (BIS)⁴, publicado en mayo de este año, el mercado global de derivados OTC⁵ ha registrado una importante expansión durante los últimos años. El monto de derivados alcanzó un crecimiento de 209% entre 1998 y 2004. (cuadro 1).

Cuadro 1
Mercado global de derivados OTC

Instrumento	Billones de dólares		Participación en el total		Tasa de Crec. Dic-04/Dic-98
	Dic-98	Dic-04	Dic-98	Dic-04	
Contratos sobre tasa de interés	50.015	187.340	62,3%	75,5%	274,6%
Contratos sobre divisas	18.011	29.575	22,4%	11,9%	64,2%
Contratos sobre materias primas	415	1.439	0,5%	0,6%	246,7%
Contratos sobre acciones	1.488	4.385	1,9%	1,8%	194,7%
Otros	10.371	25.549	12,9%	10,3%	146,4%
Total Global de Derivados	80.300	248.288	100,0%	100,0%	209,2%

Fuente: *Bank for International Settlements*. Cálculos Asobancaria

Del total de derivados OTC, los contratos de tasa de interés y las operaciones en el mercado cambiario muestran la participación más significativa. Cabe desatacar que entre el periodo analizado en el estudio (1998 – 2004) los contratos de tasa de interés se incrementaron en cerca del 274%. Los productos de esta naturaleza que más se negociaron fueron los *swaps* y las opciones (gráfico 1).

Así mismo, el monto de las operaciones en el mercado cambiario se incrementó en 64% para el periodo de referencia (cuadro 1).

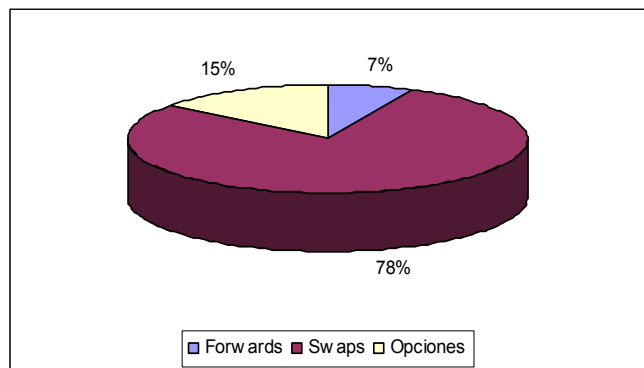
En relación con los derivados de crédito, la dinámica observada también muestra un considerable repunte. El monto de estos productos se incrementó en más de cinco veces durante el periodo comprendido entre junio de 2001 y junio de 2004.

⁴ Bank for International Settlements (2005). "OTC derivatives market in the second half of 2004." Mayo. El estudio tiene en cuenta información reportada por los Bancos centrales y autoridades monetarias de 50 países y se ha venido realizando desde 1998

⁵ OTC es la sigla de la expresión *Over the Counter*, que significa "sobre el mostrador". Dicha expresión hace referencia a un sistema de negociación bilateral por fuera de mercados organizados.

Gráfico 1

Participación por tipo de instrumento en el total global de contratos de tasa de interés.



Fuente: Bank for International Settlements. Cálculos Asobancari. Cifras a diciembre de 2004.

Los derivados en Colombia

Con base en el mismo estudio publicado por el BIS, analizamos la evolución del mercado de derivados en nuestro país. Para el caso colombiano, la fuente de información utilizada fue una encuesta realizada por el Banco de la República⁶ a 16 entidades financieras.

De acuerdo con los resultados obtenidos, se puede observar que la dinámica del mercado colombiano ha tenido una tendencia similar a la observada en el plano internacional.

En efecto, los derivados en el mercado cambiario crecieron en cerca del 213% entre abril de 2001 y el mismo mes de 2004.

Conviene señalar que en nuestro país, el mercado de instrumentos derivados está concentrado fundamentalmente en los contratos de tipo de cambio y, particularmente en las operaciones *forward* (cuadro 2). Estas registraron un incre-

⁶ Los resultados de la encuesta fueron consolidados por el Banco de la República y remitidos al BIS. Véanse los documentos: "Resultados de la Primera Parte de la Encuesta Organizada por el Banco de Pagos Internacionales sobre Operaciones en los Mercados Cambiarios y de Derivados – 2001." y "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 de 2004."

mento de 362% en el monto transado para el periodo 1998-2004 (gráfico 2).

Cuadro 2.

Monto bruto transado de derivados en el mercado cambiario colombiano.

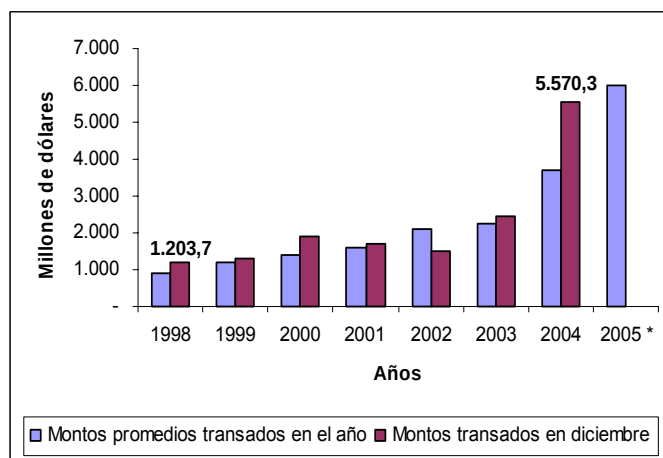
Instrumento	Millones de dólares		Participación en el total		Tasa de Crec.
	Abr-01	Abr-04	Abr-01	Abr-04	
Forwards	1.800,4	5.229,0	93,4%	86,6%	190,4%
Swaps de tasa de cambio	76,3	427,0	4,0%	7,1%	459,6%
Swaps de divisas	35,3	123,0	1,8%	2,0%	248,4%
Opciones	15,5	259,0	0,8%	4,3%	1571,0%
Total de Operaciones de Derivados	1.927,5	6.038,0	100,0%	100,0%	213,3%

Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

Pese al dinamismo que muestran estos productos financieros, al compararlos con los registros internacionales queda claro que nuestro mercado de derivados sigue siendo aún poco líquido y profundo. Basta con señalar que a diciembre de 2004, las operaciones *forward* colombianas representan tan sólo el 0.002% del total mundial.

Gráfico 2

Montos transados de *forward* en Colombia



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

* Información disponible a agosto.

Los temas de la regulación

En los últimos años, la Superintendencia Bancaria y el Ministerio de Hacienda han expedido un conjunto de normas que buscan dotar al mercado de herramientas adecuadas para la me-

dición y manejo de los riesgos asociados con las operaciones con productos derivados.

Recientemente, la Superintendencia Bancaria puso a consideración del mercado un proyecto de norma sobre valoración de operaciones *forward*.

Pese a lo anterior, hay que señalar, que actualmente existen algunos aspectos en materia de regulación que deben ser estudiados en detalle:

En primer lugar, otros instrumentos derivados como los *swaps* y las opciones, entre otros, aún no cuentan con un marco regulatorio integral en cuanto a las prácticas de mercado, los mecanismos de administración del riesgo y la valoración y contabilización.

En segundo término, el límite a la posición propia de contado (PPC) restringe la posibilidad de compra de divisas en el mercado *spot*, generando una reducción de la oferta de coberturas por parte de los intermediarios financieros.

Un tercer aspecto tiene que ver con las restricciones a los movimientos de los capitales extranjeros. Un claro ejemplo de lo anterior es el Decreto No. 4210 de 2004 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el cual sólo permite el ingreso de capitales extranjeros, bajo la condición de que permanezcan en Colombia por un tiempo mínimo de un año.

Finalmente, debemos tener en cuenta que la regulación actual limita la posibilidad de realización de algunos tipos de derivados. Tal es el caso de los derivados de crédito, cuya utilización no es autorizada por el Banco de la República (Circular Reglamentaria Externa DODM 144 de 2005)

Comentarios finales

Es un hecho que el mercado de *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.

De otra parte, es evidente que aún nos queda un largo camino por recorrer en relación con la utilización por parte de los agentes financieros de otro grupo de instrumentos de cobertura que sin duda son herramientas fundamentales en la administración del riesgo.

Continuar el trabajo tendiente al establecimiento de un marco regulatorio adecuado es una tarea de primer orden para que estos productos se sigan desarrollando.

De otra parte, no hay que perder de vista que cada día más empresas utilizan derivados para controlar efectivamente los riesgos a los cuales están expuestas, como lo demuestra la 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 derivados, 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 derivados pueden tener en el desarrollo de algunos de los sectores claves para el crecimiento de la economía, más aún bajo un ambiente de integración económica y financiera como el actual. Sin duda, estos retos exigirán un mercado de derivados más desarrollado en cuanto a productos y precios.



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.

Banca para pymes
Hotel Hilton Cartagena
Octubre 20 y 21 de 2005

Jueves 20 de octubre

8:00 a.m. - 8:30 a.m.
Inscripciones

8:30 a.m. - 9:00 a.m.
Sesión de instalación
Patricia Cárdenas Santa María, Presidente
Asobancaria
Juan Alfredo Pinto, Presidente
Acopi

SESION I: ¿Qué quiere y necesita la pyme?

9:00 a.m. - 9:40 a.m.
La importancia del crédito a mediano y largo plazo para las pymes en el contexto del TLC
Enrique Román
Consultor internacional

9:40 a.m. - 10:20 a.m.
Estudio de mercado sobre la demanda de servicios financieros por parte de las pymes en Colombia, América Latina y España
Manuel López, socio - director
Inmark España

10:20 a.m. - 11:00 a.m. Café

SESION II: El papel de la información en las tecnologías de crédito

11:00 a.m. - 11:40 a.m.
El uso de la información como mecanismo para mejorar el acceso de las pymes al crédito
Margaret Miller, Economista Senior
Banco Mundial

11:40 a.m. - 12:20 p.m.
Información cualitativa y cuantitativa, decisiones de crédito y regulación prudencial
Superintendencia Bancaria de Colombia

12:20 p.m. - 12:30 p.m.
Sesión de preguntas

12:30 p.m. - 2:00 p.m. Almuerzo

2:00 p.m. - 3:00 p.m.
Metodología de *credit scoring* para pymes
Julio Pinzón, Consultor en pymes
LISIM
Julio César Alvarez, Gerente de riesgo
CIFIN

3:00 p.m. - 3:10 p.m.
Sesión de Preguntas

SESION III: Sistemas alternativos de garantías para mejorar el acceso de las pymes al crédito

3:10 p.m. - 3:40 p.m.
Esquemas fiduciarios: el caso colombiano
Federico Renjifo, Presidente
Asociación de Fiduciarias de Colombia

3:40 p.m. - 4:10 p.m. Café

4:10 p.m. - 4:40 p.m.
La experiencia Colombiana y los desafíos del Fondo Nacional de Garantías
Juan Carlos Durán, Presidente
Fondo Nacional de Garantías

4:40 p.m. - 5:20 p.m.
Experiencia de las sociedades de garantía recíproca argentinas
Héctor Carballo, Director
Garantizar SGR, Argentina

5:20 p.m. - 5:30 p.m.
Sesión de preguntas
Sesión de clausura

Viernes 21 de octubre

SESION IV: Productos financieros dirigidos a las pymes

8:15 a.m. – 9:00 a.m.

Experiencia exitosa de la banca de primer piso

Hugo Trivelli, Gerente General

Banco del Desarrollo, Chile

9:00 a.m. – 9:30 a.m.

Nuevas oportunidades de negocio para la banca comercial: financiamiento para cadenas productivas

Remigio Alvarez, Responsable cadenas productivas de las Américas

NAFINSA, México

9:30 a.m. – 10:10 a.m.

Estrategia de banca transaccional: segmento pymes

Gabriel Andrade, Director de ventas e implementaciones Cash Management Banamex

10:10 a.m. – 10:20 a.m.

Sesión de preguntas

10:20 a.m. – 10:50 a.m. Café

SESION V: Papel de la banca de segundo piso en la promoción de las pymes

10:50 a.m. – 11:30 a.m.

Experiencia de la banca de desarrollo en Chile

Roberto Hempel, Gerente de intermediación financiera CORFO

11:30 a.m. – 12:00 m.

Retos futuros de Bancoldex

Gustavo Ardila, Presidente

Bancoldex

SESION VI: Instrumentos del mercado de capitales para las pymes y la importancia del gobierno corporativo

12:00 m. – 12:40 p.m.

Experiencia exitosa de fondos de capital de riesgo

José García, Director

Small Enterprise Assistance Funds, SEAF

12:40 p.m. – 2:00 p.m. Almuerzo

2:00 p.m. – 2:40 p.m.

Mejorando la calidad de las empresas: del mercado bancario al de capitales y el papel del gobierno corporativo

Andrés Langebaek, Ejecutivo principal de la vicepresidencia de estrategias de desarrollo

CAF

2:40 p.m. – 3:20 p.m.

Consideraciones que debe tener en cuenta la banca en sus análisis de crédito en las empresas familiares.

Jorge Andrés Mesa, Miembro familiar de la 4ª generación de Mesacé y Consultor – Director de Mesa Familiar

3:20 p.m. – 3:30 p.m.

Sesión de preguntas

3:30 p.m. – 4:00 p.m. Café

SESION VII: PANEL: ¿Hacia dónde va la política financiera de las pymes en Colombia?

4:00 p.m. – 5:30 p.m.

Moderador: **Mauricio Galindo**, editor económico del Tiempo

Componente financiero de la política del gobierno de desarrollo de las pymes

Carlos Alberto Zarruk, Viceministro Ministerio de Comercio, Industria y Turismo

¿Cuál es la visión empresarial?

ACOPI - CINSET

¿Qué piensan los analistas privados?

Sergio Clavijo, Presidente

Anif

¿Qué dicen los banqueros?

Santiago Pérez, Vicepresidente banca de personas y pymes

Bancolombia

5:30 p.m. – 6:00 p.m.

Sesión de clausura