

Derivados financieros: Fundamentales para el desarrollo del país*

El pasado 11 y 12 de septiembre se llevó a cabo el Décimo Primer Congreso de Tesorería en la ciudad de Cartagena de Indias, cuyo tema central fue los derivados OTC. Este evento reunió a la industria financiera y al sector real del país con el objetivo de analizar y discutir los beneficios y potencialidades de estos productos.

Los derivados ofrecidos por los bancos permiten, por ejemplo, que los exportadores se cubran frente a la revaluación del peso y que los deudores e inversionistas disminuyan su exposición a las variaciones de las tasas de interés, mejorando la gestión de la actividad empresarial y la competitividad del país. En particular, la puesta en marcha del Indicador Bancario de Referencia (IBR) abre unas posibilidades inmensas de desarrollar instrumentos derivados de tasas de interés cuyo monto nominal en Colombia es del orden de 392 billones de pesos.

A nivel internacional, este mercado registra un dinamismo muy importante. A diciembre de 2007, el volumen total negociado en estos productos ascendió a 676 trillones de dólares, monto que representa 17 veces el PIB de los países del G-7.

En Colombia, este mercado tiene un potencial de crecimiento enorme y contribuirá al desarrollo del mercado financiero. Por tal motivo, a continuación transcribimos algunos apartes de las palabras de la doctora María Mercedes Cuéllar, Presidente de Asobancaria, en la instalación del Congreso de Tesorería:

“Hace un año, en el marco de este mismo foro, se empezaba a vislumbrar el estallido de la crisis *subprime*. En ese entonces, probablemente ninguno de nosotros llegó a dimensionar su alcance y las consecuencias que generaría sobre la liquidez interbancaria, la estabilidad de importantes instituciones financieras internacionales y la economía en general.

El temor por los posibles efectos de la crisis financiera sobre la economía norteamericana redujo el interés de los inversionistas por asumir posiciones en dólares, al tiempo que la FED se encargó de inyectar la liquidez suficiente para sostener el sistema de pagos de ese país a tasas de interés históricamente bajas. Estos factores influyeron notoriamente para que las principales monedas se revaluaran frente al dólar, situación a la cual no escapó nuestra moneda.

Más recientemente, ante la debilidad de la economía europea, se está presentando un nuevo viraje en las fuerzas que impulsan los mercados financieros internacionales. La recesión allá parece inevitable, al tiempo que se espera un alto impacto sobre los sistemas financieros. Como consecuencia, el dólar se ha fortalecido frente a otras monedas y en nuestro caso el peso se devaluó cerca de 23% en los últimos tres meses.

Hago alusión a esta dinámica de los mercados para enfatizar que la evolución del tipo de cambio en Colombia depende, en esencia, de las condiciones de los mercados financieros internacionales. Aunque no constituye una prueba cuantitativa irrefutable de la dependencia de la TRM de los mercados externos, llama la atención que la devaluación reciente del peso colombiano guarde una correlación superior al 85% con

* Las presentaciones de este evento se podrán conseguir en www.asobancaria.com

la del euro, el real brasileiro, la libra esterlina y otras monedas importantes.

Este comportamiento sistémico no le resta mérito a la política de acumulación de reservas que ha emprendido el Banco de la República desde finales de junio. Como quiera que la expansión monetaria de esa medida se está esterilizando vía mayores encajes, el mercado ha interpretado que se acumularán reservas sin comprometer la meta de inflación del próximo año. De esta manera, se han disipado las expectativas de revaluación que amenazaban la viabilidad de algunos sectores transables de nuestra economía.

Control de capitales

Asobancaria considera que la coyuntura cambiaria es propicia para que el Gobierno Nacional y el Banco de la República evalúen la efectividad de los controles administrativos impuestos a la libre movilidad de capitales ya que sus efectos nocivos sobre el desarrollo del mercado son indiscutibles, mientras que el impacto que tienen sobre la tasa de cambio está al menos en entredicho.

Celebramos la decisión del Gobierno de eliminar el depósito no remunerado del 50% para la inversión de portafolio del exterior en acciones y BOCEAS, y la supresión del requisito de permanencia mínima de dos años para la inversión extranjera directa. No cabe duda que estas medidas ayudarán a dinamizar el mercado bursátil y estimularán a algunos inversionistas interesados en nuestro país.

Lo que no compartimos es que la medida se haya limitado a las inversiones en acciones. Las empresas del sector real y el propio sector financiero encuentran en los títulos de deuda externa y en los capitales de renta fija privada una importante fuente de financiación. Por ello, la eliminación al control de capitales debería extenderse a todos los vehículos de financiación so pena de generar desbalances entre instrumentos financieros y arbitrajes de precios que no contribuyen al desarrollo del mercado.

La coyuntura también es propicia para que se eliminen las restricciones que pesan sobre el mercado cambiario y de derivados. Como se ha reiterado en diversos foros, los límites a la Posición Bruta de Apalancamiento han desplazado las operaciones *forward* peso– dólar al mercado *off-shore* y generado distorsiones en la formación de precios de las coberturas, afectando a todos los sectores que las utilizan, en especial al sector real. Al final, este tipo de medidas interfiere en el desarrollo de los mercados internos a la vez que el objetivo cambiario tampoco se logra ya que los agentes se cubren en el exterior donde estos arcaicos controles no operan.

Inflación

De otra parte, cabe destacar que la coyuntura de precios continúa siendo compleja. El Banco de la República ha venido utilizado los instrumentos que tiene a su alcance: incrementó su tasa de intervención en el último año en 75 puntos básicos y aumentó los encajes ordinarios. Con ello está logrando los objetivos previstos en términos de evolución del crédito. Este se ha desacelerado notablemente hasta el punto de que al 22 de agosto pasado crecía en términos reales a tasas cercanas al 10%.

A pesar de las medidas adoptadas, la inflación anual en agosto pasado alcanzó 7,87%, tasa que casi duplica la meta puntual del 4%. Estos resultados, como todos sabemos, obedecen principalmente a los altos precios de los combustibles y de los alimentos, productos cuyos mercados internacionales se encuentran tensionados.

Entendemos que el emisor quiera anclar las expectativas inflacionarias del próximo año, pero hemos expresado nuestras inquietudes respecto de la conveniencia de mantener en el tiempo la restricción monetaria. De persistir la tendencia actual, el crédito al sector privado podría estar próximo a crecer por debajo del producto interno nominal, lo cual empezaría a afectar de manera importante la financiación de la actividad económica.

Como el Banco de la República tiene instrumentos limitados para enfrentar esta coyuntura, es indispensable que el Gobierno Nacional haga esfuerzos adicionales en términos de la política fiscal, la cual debe ser menos expansiva.

El superávit primario del Gobierno será este año menor que el del 2007, a pesar de que dispone de recursos extraordinarios originados en la bonanza petrolera. Es inconveniente que el aumento de los ingresos tributarios, producto del mayor dinamismo de la actividad económica del año anterior y de la bonanza de recursos de carácter temporal - como los provenientes de la explotación de hidrocarburos - se traduzcan en incrementos permanentes del gasto público. Aunque el país aún tiene grandes necesidades de tipo social, las finanzas públicas no son sostenibles si los gastos totales crecen de manera permanente en términos reales, tal como ocurre en el presupuesto de 2009.

Por lo anterior, desde tiempo atrás hemos venido insistiendo en que es necesario un recorte sustancial y permanente en el gasto público a fin de reducir las presiones de demanda que inducen al alza la inflación y las tasas del interés.

Mercado de Valores

Permítanme ahora referirme a los avances y desafíos en materia del desarrollo del mercado monetario y de valores.

El marco regulatorio y la infraestructura del mercado de capitales colombiano han experimentado un desarrollo importante en los últimos años, lo cual nos aproxima a los estándares internacionales y nos permite ser optimistas sobre el futuro de la actividad financiera y su impacto positivo en la economía del país.

La Ley del Mercado de Valores y sus decretos reglamentarios constituyen un paso fundamental hacia la modernización del mercado de capitales. Gracias a este conjunto normativo, hoy en día contamos, entre otros instrumentos, con una cámara de

compensación en divisas, una cámara de riesgo central de contraparte, con un organismo autorregulador del mercado de valores y con un esquema de certificación de los profesionales que operan en el mercado.

Adicionalmente, en el último año se han expedido algunas normas que han permitido clarificar ciertas operaciones y superar vacíos que frenaban el desarrollo de algunos mercados.

En relación con el mercado monetario, la reforma integral expedida a finales de 2006 e implementada desde enero del presente año clarificó el marco de operación de los instrumentos de corto plazo, al tiempo que los dotó de mayor protección legal y de reglas contables claras.

Los resultados de esta reforma han sido mixtos. En términos de volumen, los repos se han incrementado en más de 200% en el último año, y las operaciones simultáneas vienen ganando importancia. Sin embargo, son escasos los avances en la transferencia temporal de valores. La disponibilidad de este instrumento podría generar importantes beneficios para todos los participantes del mercado como herramienta de administración del portafolio, y como mecanismo para cumplir con las operaciones del mercado de valores, sin incurrir en costos excesivos o correr riesgos de incumplimiento. De ahí la importancia de acelerar el proceso de evaluación interna en las entidades financieras para definir cupos y entrar de lleno en el esquema que el Banco de la República ha puesto a consideración del mercado.

Otro salto regulatorio bienvenido lo constituyó la eliminación de las restricciones que tenían los inversionistas institucionales para acudir al mercado OTC. Este cambio resulta significativo porque representa un nuevo enfoque sobre el entendimiento del funcionamiento de los mercados y el papel que juegan la regulación y la supervisión financiera. De un esquema prohibitivo, pasamos a uno de cumplimiento de deberes, de revelación, transparencia, autorregulación y supervisión.

Un tema que a nuestro criterio amerita una nueva revisión por parte de la regulación es la prohibición para que las filiales y las matrices puedan transar entre ellas en el mercado OTC. Seguiremos insistiendo en que la mejor forma de administrar los potenciales conflictos de interés es mediante un estricto esquema de revelación y normas de conducta.

Aun cuando es prematuro hacer una evaluación sobre la liberación del mercado OTC, los montos transados de deuda pública y privada se incrementaron en julio un 20% y 6%, respectivamente, frente a los promedios negociados a lo largo de 2008.

En relación con la infraestructura del mercado de valores, cabe anotar que se ha avanzado en la creación de instrumentos para administrar los riesgos de manera más eficiente. Tal es el caso de la entrada en operación de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, con la cual se favorece el desarrollo del mercado de futuros en Colombia, y en donde se ha empezado a transar el TES nocional. En sus dos primeras semanas de funcionamiento se lograron operaciones por 28.000 millones de pesos, representados en 117 contratos. Los bancos están participando activamente como miembros liquidadores y como agentes operadores. Confiamos que se logre avanzar rápidamente en la creación de instrumentos estandarizados de tasa de interés como los Swaps IBR o los futuros sobre este indicador.

Otro avance que quisiera destacar es el de la profesionalización de los participantes en el mercado de valores. Hace un año en este mismo foro se anunciaron los cronogramas del programa de certificación de profesionales del mercado, y hoy vemos con enorme satisfacción que a la fecha se han certificado 2009 profesionales. No cabe duda de que este proceso liderado por AMV eleva los estándares del mercado y otorga mayor seguridad y confianza a los inversionistas. Asobancaria seguirá apoyando sin reservas este proceso, e incentivando una cultura de actualización y de profesionalismo entre sus entidades afiliadas.

Indicador Bancario de Referencia IBR

La puesta en marcha en enero de este año del IBR ha representado un gran paso para nuestra economía. Durante estos primeros ocho meses ha demostrado ser un indicador transparente, que responde oportunamente a la postura de la política monetaria y que refleja adecuadamente el costo de la liquidez en el corto plazo.

Ayer culminó una evaluación del IBR por parte de una misión del Banco Mundial, auspiciada por el Ministerio de Hacienda. Las conclusiones que serán presentadas al Comité Rector en las próximas semanas surgen del diálogo sostenido con representantes de la industria financiera.

La industria ha planteado la necesidad de calcular el indicador para plazos adicionales, con miras a construir una curva de referencia que sirva para valorar y se constituya en referente de mercado para atar las posiciones de balance.

Las potenciales mejoras que se le pueden introducir al IBR redundarán en su mayor utilización en el mercado. Les puedo asegurar que éste es un indicador confiable, que cuenta con un esquema de gobierno y de seguimiento muy estricto y con una metodología de cálculo que lo blindará frente a posibles desviaciones individuales. De hecho, las recientes recomendaciones formuladas por la industria británica para mejorar la Libor están encaminadas a tratar asuntos que ya están incorporados en el diseño del IBR.

Ninguno de los indicadores que funcionan a nivel mundial es perfecto, pero su formación transparente, el respaldo institucional y los mecanismos de seguimiento y control son elementos que los hacen creíbles y exitosos en el mundo entero. El Comité Rector evaluará las conclusiones y recomendaciones de esta misión para mejorar el actual esquema y consolidar su posición en el mercado financiero.

La mejor forma de fortalecer el IBR es emitiendo instrumentos activos y pasivos que lo utilicen como referencia. Sabemos que algunas entidades están próximas a

ofrecer productos derivados como los call money swaps. Invitamos a los bancos a emitir instrumentos de ahorro que reflejen la evolución del IBR y a los inversionistas a que lo incluyan en su portafolio. Reitero que la única forma creíble de fortalecer el indicador es usándolo. No podemos resignarnos a tener que convivir con una referencia como la DTF que se mueve erráticamente sin ninguna señal clara para el mercado financiero.

Mercado de Derivados

Permítanme ahora referirme al mercado de derivados. En primer lugar, destacamos la publicación definitiva del nuevo Capítulo 18 de la Circular Básica Contable y Financiera, el cual representa un gran avance en materia de contabilización y valoración de estos instrumentos. Las entidades financieras están en la etapa de transición para la implementación de las nuevas reglas de valoración. En materia contable fue importante lograr tratamientos diferenciales entre las operaciones de cobertura y las de especulación, lo cual nos acerca a los estándares internacionales sobre la materia.

Si bien es cierto que existen logros a nivel local, el mercado de derivados en nuestro país sigue siendo ilíquido y poco profundo. El único contrato que muestra volúmenes aceptables de negociación es el *forward* sobre tasa de cambio, cuyos montos nominales transados en junio de este año representaron aproximadamente el 10% del PIB.

Esto contrasta con el dinamismo del mercado de derivados a nivel mundial. El valor nominal de los contratos transados en diciembre de 2007 ascendió a 676 trillones de dólares, lo que equivale a aproximadamente 17 veces el PIB de los países del G-7.

En el mercado global de derivados es fundamental el peso relativo que tienen los contratos OTC. Su valor nominal negociado se incrementó más de 6 veces entre 1998 y 2007, llegando a representar en

promedio el 84% del total transado en derivados en dicho período. Como veremos a lo largo de este foro, los derivados OTC, por ser hechos a la medida y contar con facilidades para el manejo del riesgo de crédito como las cámaras de riesgo central, los hacen muy atractivos como vehículo de cobertura para el sector empresarial y del mercado de valores.

Es importante anotar que tanto el mercado OTC como el estandarizado están llamados a jugar un rol fundamental en el desarrollo de esta industria. Ambos mecanismos cumplen funciones complementarias, ya que cada uno está dirigido a agentes con perfiles de riesgo distintos, necesidades de cobertura diferentes y posibilidades de acceso heterogéneas.

Quisiera hacer un llamado para que se le dé prioridad al desarrollo de instrumentos de cobertura de riesgo de tasa de interés. El monto de posiciones primarias expuestas a riesgo de tasa en Colombia, bien sea en créditos o portafolio financiero, asciende a 392 billones de pesos, lo que constituye una excelente oportunidad para el desarrollo del mercado de coberturas. A nivel mundial tres cuartas partes del mercado de derivados está ligado a la tasa de interés como subyacente, pero en Colombia es prácticamente nula la utilización de estos instrumentos.

Por esta razón, decidimos concentrar la agenda de éste Congreso de Tesorería en el estudio de las mejores prácticas para el desarrollo del mercado local de derivados. Los reconocidos conferencistas internacionales que nos acompañan seguramente nos ilustrarán en detalle sobre los avances en el desarrollo del mercado de derivados, los factores de éxito que los ha impulsado y cómo superar los obstáculos que limitan su crecimiento.

Para terminar, quisiera plantear una reflexión sobre el papel de los instrumentos derivados en el desarrollo económico del país. Ninguna actividad económica está exenta de riesgos, y muchos de ellos pueden ser distribuidos entre los miembros de la sociedad en la medida en que los incenti-

vos y las funciones de beneficio divergen entre los agentes económicos.

El sector financiero tiene un rol en la distribución de esos riesgos y está en capacidad de conectar, por ejemplo, a quienes se afectan con la revaluación con aquellos que observan en ella una oportunidad de ganancia. Si la regulación, por loable que sea, impide que se cumpla con esta función de manera eficiente, se está privando a la economía de la posibilidad de utilizar mecanismos de transferencia de riesgos.

Los derivados financieros están llamados a jugar un papel fundamental en la dinámica de nuestro mercado financiero en los próximos años. No me cabe duda de que si dejamos que los mercados financieros operen libremente, con los debidos controles de riesgo y de prudencia bancaria, tendremos mayores herramientas a nuestra disposición para la toma de decisiones, minimizando los costos de la incertidumbre. Para lograr eso, tenemos que cambiar la

forma de pensar.

Estos instrumentos más que una amenaza para la estabilidad financiera son una oportunidad para que nuestros empresarios administren sus riesgos empresariales. De lo contrario, no nos quedará más remedio que el viejo pero limitado expediente de los subsidios estatales; resignarnos a la pérdida de profundidad de los mercados y contabilizar los perdedores en un mundo cada vez más volátil.

Estoy segura de que las recomendaciones y conclusiones que recojamos del Congreso servirán de marco de referencia para la definición de una agenda de trabajo en torno a los productos derivados. Los invito a participar activamente en los talleres de esta tarde y a lo largo del evento. Los aportes de ustedes en este foro son fundamentales para el futuro de este mercado.

MUCHAS GRACIAS"