



**EL FUTURO COMO ALTERNATIVA DE APALANCAMIENTO  
FINANCIERO EN COLOMBIA (2009-2011)**

Presentado por

JHONATAN BARRERA ROMERO

Cod 21000518

UNIVERSIDAD MILITAR NUEVA GRANADA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

PROGRAMA DE ECONOMÍA

Año 2012



## **EL FUTURO COMO ALTERNATIVA DE APALANCAMIENTO FINANCIERO EN COLOMBIA (2009-2011)**

**Presentado por: Jhonatan Barrera Romero<sup>1</sup>**

### **RESUMEN**

Los derivados son instrumentos poco utilizados en nuestro país, pero su uso es generalizado en los mercados más desarrollados. Lo cual refleja a nivel mundial la importancia que tienen estos tipos de mercado. Este documento hace referencia a la creación, manejo y beneficios que determina el mercado de futuros en nuestro país, así como la incidencia que han tenido los futuros en el sector real de la economía colombiana en los años 2009-2011.

**PALABRAS CLAVE:** Forward. Futuros. Tasa de cambio (TRM). Tasa de interés

### **ABSTRACT**

Derivatives are instruments rarely used in our country, but its use is widespread in more developed markets. Which reflects the worldwide importance of these types of markets, this document refers to the creation, management and benefits that determine the futures market in our country, and the impact they had in the real sector of the Colombian economy at 2009-2011.

**KEY WORDS:** Forward. Futures. Exchange rate (TRM). Interest rate.

---

<sup>1</sup>Estudiante de Economía de la Universidad Militar Nueva Granada, Correo Electrónico: [u2100518@unimilitar.edu.co](mailto:u2100518@unimilitar.edu.co)

## INTRODUCCION

La crisis que se originó en el 2007, con la revelación de los informes donde se anotaba el gran riesgo en que estaban las carteras transadas en diversos sectores financieros en los Estados Unidos y Europa, ocasionó una cadena de eventos que generaron notables cambios en las expectativas del crecimiento económico en los Estados Unidos, lo que obligó a la reserva federal a bajar las tasas de interés.

La anterior afirmación permite ver que la política monetaria en el mundo es compleja dada la amenaza inflacionaria. Los modelos políticos de los gobiernos y los flujos de capital no siempre son los mismos lo cual produce mayor volatilidad en la cotización de la moneda.

La inflación objetivo en Colombia estuvo sometida a pruebas de estrés. Desde el año 2006, cuando se adoptó este régimen, la inflación se redujo sistemáticamente, lo que reflejó un periodo de expansión monetaria y tasas de intervención a la baja. El camino adoptado en la política monetaria en abril del 2006 no permitió el establecimiento de un rezago para que las medidas del Banco de la Republica actuaran, excepto por las opciones de volatilidad que subasta el Banco Central, con lo cual la exposición a las fluctuaciones en la tasa de cambio o en la tasa de interés, sea externa o local, continuó vigente.

En la actualidad, la constante negociación de instrumentos derivados ha coadyuvado a un crecimiento destacable y permanente en el mundo, ya sea por medio de la negociación directa en el mercado llamado *Over the Counter* (OTC) o a través de un mercado organizado. Estas negociaciones han influido de manera positiva en los diferentes mercados, lo cual ha generado no solo crecimiento sostenible sino más confiabilidad por parte de los agentes a la hora de invertir. La confiabilidad generada ha ayudado directamente al desarrollo del sector financiero, dando como resultado altas tasas de crecimiento económico mejorando así la calidad de vida de los habitantes de cada región a nivel mundial.

Una de las consecuencias del desarrollo del mercado de valores en Colombia fue la implementación, por parte de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), de un mercado de derivados estandarizados en el país. Para esto se dio una serie de cambios que generaron el crecimiento, desarrollo y distribución eficiente de los recursos económicos a nivel nacional, teniendo en cuenta que el mercado accedió a la negociación de diversos contratos de futuros y opciones.

Consecuentemente, en la primera parte de este documento se definirán y clasificarán los derivados; en la segunda parte se hará una

contextualización histórica de los derivados, su procedencia, caracterización y su influencia en el mercado financiero colombiano; en la tercera parte se describirá el comportamiento de los derivados en un contexto global y regional; en la cuarta parte se presentará el uso de los derivados en el sector real de la economía colombiana, así como los efectos positivos de la implementación de los derivados futuros y opciones del sistema económico colombiano: y finalmente se presentarán las conclusiones.

## 1. DEFINICIÓN Y CLASIFICACIÓN DE DERIVADOS

Un derivado es un acuerdo de compra o venta de un activo determinado, en una fecha futura específica y a un precio definido. Los activos subyacentes sobre los que se crea el derivado pueden ser financieros: acciones, títulos de renta fija, divisas, tasas de interés, índices bursátiles, o no financieros tales como commodities, materias primas, energéticos, o cualquier bien comerciable.

En la actualidad hay dos clases de derivados, la primera clase son los derivados no estandarizados, de los cuales los más comunes son forwards, swaps y opciones. Un forward es un contrato en el cual se pacta la compra o venta de un activo para una fecha futura a un precio determinado, mientras que los swaps son contratos en los cuales dos partes se comprometen a intercambiar cantidades de dinero en diferentes fechas futuras previamente establecidas; el contrato más conocido para este derivado no estandarizado es el intercambio de divisas. Las opciones son contratos donde el comprador de la opción adquiere el derecho más no la obligación de comprar o vender un activo dentro de un plazo determinado a un precio preestablecido, mediante el pago de una prima.

Los derivados no estandarizados, o más comúnmente conocidos como OTC (Over the Counter), se identifican por ser contratos bilaterales en los cuales la transacción es confidencial, es decir, el acceso a la información de montos de transacción está determinada por las partes y ellas serán las únicas que puedan ver y saber el contenido de este convenio. Estos derivados traen consigo un riesgo, el cual se traduce en la pérdida o ganancia para alguna de las partes (vendedor y comprador), ya que lo acordado solo será una especulación basada en análisis técnico y proyectada por personas especializadas en el tema, pero eso no es la realidad del mercado, esto generará una diferencia (Spread) ya sea positiva o negativa con el contrato.

La segunda clase de derivados son los derivados estandarizados tales como los futuros y las opciones. Un contrato a futuro es una obligación de comprar o vender cierto activo subyacente, en una fecha futura previamente especificada por la bolsa, y a un precio fijado el día de la negociación. Gómez (2000) destaca que,

*“al margen de que un contrato de futuros se puede comprar con la intención de mantener el compromiso hasta la fecha de su vencimiento, procediendo a la entrega o recepción del activo correspondiente, también puede ser utilizado como instrumento de referencia en operaciones de tipo especulativo o de cobertura, ya que no es necesario mantener la posición*

*abierta hasta la fecha de vencimiento; si se estima oportuno puede cerrarse la posición con una operación de signo contrario a la inicialmente efectuada. Cuando se tiene una posición compradora, puede cerrarse la misma sin esperar a la fecha de vencimiento simplemente vendiendo el número de contratos compradores que se posean; de forma inversa, alguien con una posición vendedora puede cerrarla anticipadamente acudiendo al mercado y comprando el número de contratos de futuros precisos para quedar compensado”.*

Cuando se negocia una opción se transa el derecho, más no la obligación, a comprar o vender cierto subyacente en una fecha futura y a un precio acordado el día de la negociación. Gómez (2000) afirma que,

*“Existen dos tipos básicos de opciones: opción de compra y opción de venta : La relación de derechos y obligaciones que existe en los contratos de futuros, donde las dos partes se obligan a efectuar la compraventa al llegar la fecha de vencimiento, se rompe en las opciones puesto que una de las partes (la compradora de la opción) tiene el derecho, pero no la obligación de comprar (call) o vender (put), mientras que el vendedor de la opción solamente va a tener la obligación de vender (call) o de comprar (put). Dicha diferencia de derechos y obligaciones genera la existencia de la prima... Dicha prima, que refleja el valor de la opción, cotiza en el mercado y su valor depende de diversos factores tales como: cotización del activo subyacente, precio de ejercicio de la opción, volatilidad, tipo de interés de mercado monetario, tiempo restante hasta el vencimiento y dividendos (sólo para opciones sobre acciones)”.*

Los derivados estandarizados son negociados por medio de mercados organizados como son las bolsas, bajo condiciones previamente establecidas, las cuales permiten que el tipo de producto contenga las especificaciones del subyacente y la fecha de vencimiento de cada contrato, que serán determinadas por la bolsa, la cual plasma en cada nuevo contrato sus términos de transacción para el mercado, esto genera que el precio se puede observar en el día a día de operaciones comerciales de la bolsa y lo determina la ley de oferta y demanda.

En la actualidad existen tres tipos de inversionistas: (i) especuladores, (ii) administradores de riesgo y (iii) agentes que arbitran los mercados. Los inversionistas especuladores son aquellos que manejan los derivados para realizar apuestas sobre el mercado en distintos activos, principalmente la compra de acciones. Los inversionistas que son administradores de riesgo tratan de minimizar o eliminar diferentes apuros en los cuales se pueden llegar a enfrentar, lo pueden hacer por medio de

ventas de contratos a futuro garantizando así el precio de venta en una fecha futura, por lo tanto, eliminando cualquier tipo de riesgo. Los arbitadores son inversionistas que tratan de ingresar en dos o más mercados simultáneamente para así aprovechar fragilidades de precios y así obtener una mayor utilidad.

## 2. MARCO HISTÓRICO

El origen de los derivados se remonta al siglo XII, por cuanto los comerciantes europeos transaban sus productos fijando la entrega de los bienes a una fecha futura. Con el paso del tiempo, y exactamente en el siglo XVII, entre los años 1634-1637, cuando estalló el boom de los tulipanes holandeses, los mercantes y los consumidores estaban dispuestos a pagar montos gigantes de dinero con el fin de obtener la exótica planta, creando así una dependencia de la volatilidad de los precios, tanto que cuando los precios disminuyeron hubo pérdidas incalculables. Después de este acontecimiento surge el mercado de los futuros de arroz, el cual fue creado en Japón, en Dojima, cuyo fin era proteger los cultivos de los cambios climáticos y de la guerra. Ya en el siglo XIX se desarrolla el mercado de los derivados financieros en Estados Unidos, específicamente en la ciudad de Chicago, considerándose el centro financiero más importante en cuanto a productos de derivados se refiere.

En 1848 aparece el mercado más grande de transacciones de derivado, específicamente de futuros y opciones, llamado Chicago Board of Trade (CBOT). Más de 50 diferentes opciones y contratos de futuros se negociaban por más de 3.600 miembros del CBOT a través de viva voz; este mercado surge a partir de la preocupación de los comerciantes estadounidenses por asegurar sus cosechas futuras y establecer en un solo ambiente tanto los vendedores como los compradores y así establecer un mercado de compra y ventas de largo plazo con el fin de dinamizar los mercados. Sin embargo, había cierto rechazo hacia el sistema por el crédito a que se sometían los vendedores por lo que él CBOT se conformó con el fin de darle confianza tanto a vendedores como a compradores.

En 1864 aparece el primer estándar de “cotización” de los contratos a plazo que fueron llamados los futuros. En 1919, el mercado CBOT se sometió a diversos cambios para permitirle a los comerciantes miembros el comercio de futuros sin ningún contratiempo, por lo que se le cambió el nombre a Chicago Mercantile Exchange (CME).

Ya en el caso de los países emergentes, el desarrollo del mercado de derivados solo fue posible después de la década de los ochentas, dado que las principales economías entraron en un ciclo de estabilización macroeconómica, crecimiento económico y cambios gubernamentales, lo cual impulsó los mercados financieros; la inversión externa proporcionó



herramientas para cambiar las legislaciones y hacerlas más favorables a dichas operaciones.

Según Jiménez y Zabala (2010), la historia de los derivados financieros en Colombia nace a partir de la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA), en la cual se transan en la actualidad los derivados forwards y contratos, en términos de bienes agrícolas y pecuarios. Estos autores destacan que la Bolsa Nacional Agropecuaria (BNA) fue constituida en 1979 con el objetivo de “organizar y mantener en funcionamiento un mercado público de productos, bienes y servicios agropecuarios sin la presencia física de ellos”, a lo que se sumaría después la administración y el control de documentos sobre subyacentes agropecuarios (derivados); esta entidad buscaba responder al desafío de potencializar el mercado agropecuario en Colombia. Su misión era “ser el escenario público de negociación: respetada, segura, confiable, con los más altos estándares de calidad, para realizar transacciones de títulos, valores, commodities, servicios y derivados, garantizando a los participantes una libre competencia en el mercado”. La BNA tuvo una fuerte influencia del modelo trabajado en Argentina, debido a que una misión de expertos de la bolsa de cereales de este país visitó en 1978 a Colombia y dio las pautas iniciales para el nacimiento de la BNA.

La bolsa con mayor movilidad o volumen de operaciones de contratos en América Latina está en el mercado mexicano de derivados (Mexder), el cual fue creado en el año de 1994, pero solo entró en vigencia o en operación en el año de 1998 ubicándose como la quinta bolsa más importante del mundo con 274 millones de contratos transados al año, según cifras de la Agenda Exitosa para el Desarrollo de un Mercado de Derivados, Mexder.

Esta bolsa es seguida por la bolsa de mercancías y futuros de Brasil (BM&F), la cual, según la agenda exitosa para el desarrollo de un mercado de derivados, transa 258 millones de contratos anuales. Por otro lado, mercados como ROFEX (Mercado a término de Rosario) y el MATBA de Buenos Aires son destacados por su creación a comienzos del siglo XX y por la transacción de sus futuros agrícolas.

El desarrollo de la historia de las bolsas de derivados en el mundo se puede apreciar en las Tablas 1 y 2, donde se presentan los años de creación de las principales bolsas del mundo.

---

### **3. MERCADO GLOBAL Y REGIONAL DE DERIVADOS**

Hace cerca de treinta años, el mercado de derivados surge con mayor fuerza debido a la creciente volatilidad de las monedas y las tasas de interés en los países más desarrollados o industrializados. En la actualidad, el mercado de derivados es un sofisticado, viable y rentable negocio, el cual maneja dos tipos de mercado. En el primero de los mercados se negocian contratos estandarizados con un mecanismo transaccional en las bolsas del mundo. En el segundo mercado las operaciones son directas y se fijan condiciones diferentes en cada transacción lo cual se conoce como el mercado OTC (over the counter).

Se ha experimentado un gran impacto en la transacción de instrumentos derivados a nivel mundial; la cantidad de negocios transados ha aumentado abruptamente, ya sea por medio de los activos subyacentes o por el tipo de derivado. El ágil crecimiento en las negociaciones de los derivados ha conducido a un aumento de la diversificación de productos necesarios para el mercado. La innovación en los mercados de derivados ha trascendido los productos tradicionales como son los futuros y las opciones en su forma estándar.

El éxito de los mercados estandarizados a nivel mundial ha tenido un impacto positivo en algunas economías emergentes entre las cuales se destacan México, Brasil, India y China, y, por otro lado, algunos de los mercados más importantes a nivel mundial han sido Chicago y parte de Europa.

**Año de creación de las principales bolsas de derivados en el mundo.**

Tabla 1

<b>Bolsa</b>	<b>Año de Creación</b>
Royal Exchange, Londres	1571
Origins of Baltic Exchange	1744
Origins of London Stock Exchange	1773
Philadephia Stock Exchange	1790
New York Stock Exchange	1792
Chicago Board of Trade	1848
New York Cotton Exchange	1870
New York Mercantile Exchange	1872
London Metal Exchange	1877
Tokyo Stock Exchange	1878
Minneapolis Grain Exchange	1881
Chicago Mercantile Exchange	1919
Tokyo Grain Exchange	1952
Sylbey Futures Exchange	1960
Chicago Board Options Exchange	1973

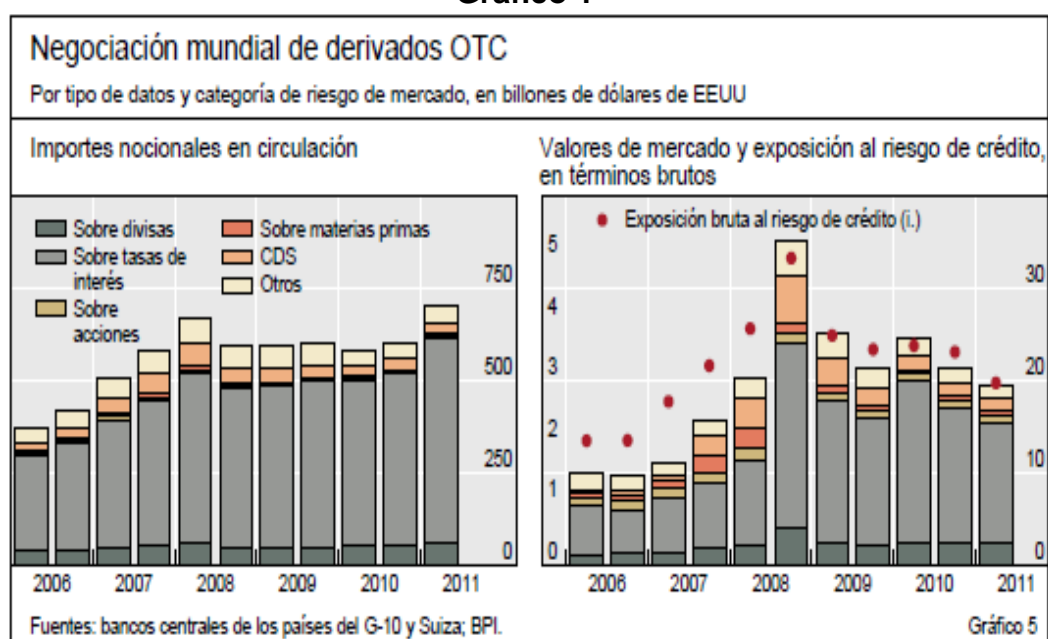
Tabla 2

Chicago Board of Trade	1848
New York Cotton Exchange	1870
New York Mercantile Exchange	1872
London Metal Exchange	1877
Tokyo Stock Exchange	1878
Minneapolis Grain Exchange	1881
Chicago Mercantile Exchange	1919
Tokyo Grain Exchange	1952
Sylbey Futures Exchange	1960
Chicago Board Options Exchange	1973
Honk Kong Futures Exchange	1976
IPE (International Petroleum Exchange)	1980
London International Financial Futures and Options Exchange	1982
Singapore International Monetary Exchange	1984
OM Stockholm	1985
Bolsa de Mercaderías & Futuros	1985
Marche a Terme Internationale de France	1986
Marche des Options Negociables de Paris	1987

### 3.1. Mercados de derivados extrabursátiles en 2011 en el G-10

La negociación de los derivados extrabursátiles (OTC) en los países del G-10, además de Suiza, se incrementó significativamente en el primer trimestre del año 2011. Según Avdjiev, Schrimpf y Upper (2011), los importes locales (nacionales) de contratos en circulación para todas las clases de riesgo se incrementaron un 18%, los cuales representan 708 billones de dólares a finales de junio del año 2011, muy por encima del máximo histórico de 673 billones de mediados de 2008 (Gráfico 1, panel izquierdo). Por otro lado, el valor de mercado bruto de estos contratos disminuyó el 8%, debido a una reducción del 10% en el valor de mercado de los contratos sobre tasas de interés (Gráfico 1, panel derecho).

Gráfico 1



Según los mismos autores, el riesgo de crédito en términos brutos se redujo un 15% hasta los 3 billones de dólares, el nivel más bajo desde finales de 2007. Parte del incremento de las cantidades totales en circulación se debió a unas mayores posiciones (brutas) sobre el riesgo de tasas de interés. Los importes nacionales en circulación en contratos sobre tasas de interés aumentaron un 19%, hasta 554 billones de dólares. Los plazos de vencimiento son más cortos, las cantidades en circulación de contratos con vencimiento residual superiores o iguales a cinco años se disminuyeron en un 6%, representados en 130 billones de dólares; mientras que los contratos con vencimiento igual o inferior a un año aumentaron más del 30%, representados en 247 billones de dólares.

Un mayor volumen de contratos a corto plazo elevaron los importes nacionales en circulación en derivados sobre las divisas. Las posiciones

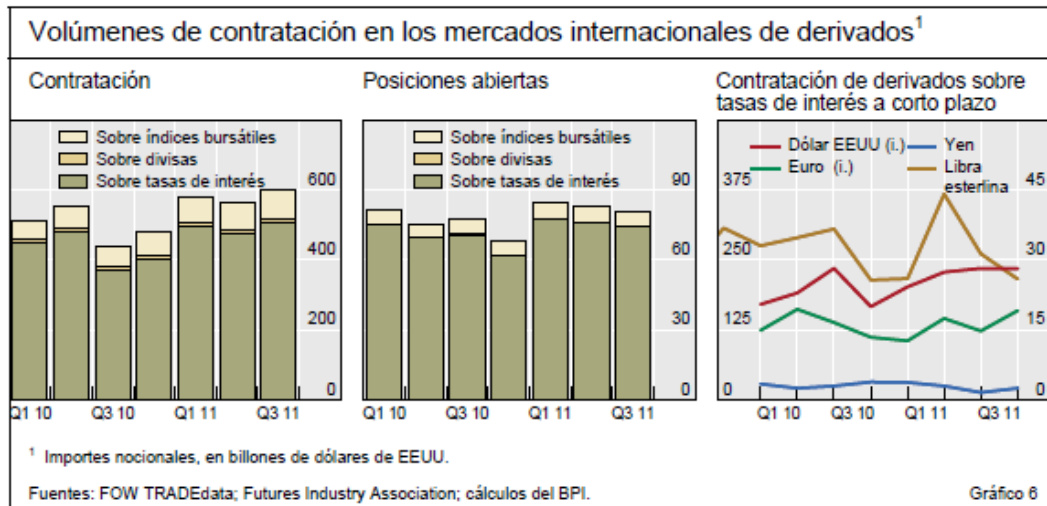
en contratos con vencimientos a un año se incrementaron un 25%, mientras que aquellas con vencimientos a más de cinco años se redujeron a la mitad. Como resultado, las cantidades totales en circulación aumentaron un 12% representado en 65 billones. Los importes nacionales en circulación en el mercado de swaps de incumplimiento crediticio (CDS) aumentaron moderadamente, invirtiendo su tendencia a disminuir tras la crisis. Tras haber alcanzado los 32 billones de dólares a finales de junio de 2011, los importes nacionales en circulación de CDS se mantuvieron muy por debajo del tope de 58 billones de dólares de finales de 2007. Los contratos de referencia múltiple promovieron el crecimiento, con un incremento en las posiciones del 22%, representado 14 billones de dólares. Las unidades de CDS de referencia única en circulación permanecieron estables en 18 billones de dólares.

Según Vause (2011, 19), el porcentaje de contratos de compensación descentralizada aumentó rápidamente: la contratación del 17% del total de CDS por parte de operadores declarantes obligó a que hubiera una participación de una entidad de contrapartida central (CCP), lo cual genera incremento del 15% con respecto a lo registrado seis meses antes. Esto demuestra que aproximadamente el 9% de todas las operaciones se compensaron de forma centralizada, al sustituirse un único contrato entre dos miembros de una CCP por contratos separados entre la CCP y cada una de las contrapartes. Las posiciones de los operadores declarantes con clientes no pertenecientes al sector financiero se contrajeron un 23%, hasta 238.000 millones de dólares, y esto tras haber disminuido un 63% en el segundo semestre de 2010. Estos usuarios poseen ahora menos del 1% del total de CDS, en comparación con el 5% que poseían a finales de diciembre del año 2009.

Las posiciones en derivados sobre acciones y materias primas también se incrementaron. Los importes nacionales en circulación en contratos vinculados a acciones aumentaron un 21%. Las posiciones en opciones sobre acciones se incrementaron un 26%, y la contratación a plazo y de *swaps* lo hizo un 11%. Las cantidades en circulación de contratos sobre materias primas crecieron un 9%, con un incremento en la contratación sobre oro del 18% y en las opciones sobre metales preciosos y otras materias primas del 19% (Avdjiev, Schrimpf y Upper, 2011).

La recuperación de las actividades en los mercados internacionales de derivados se dio en el tercer trimestre de 2011. El nivel de contratación, el cual es medido por los importes nacionales, aumentó un 7% entre Julio y Septiembre del 2011, el cual esta representado en 603 billones de dólares (Gráfico 2, panel izquierdo). El aumento de la contratación compensó el retroceso del 3% registrado en el segundo trimestre. Las posiciones abiertas continuaron contrayéndose; en concreto, en un 3%, hasta situarse en 81 billones de dólares a finales de septiembre, con una caída especialmente significativa en el segmento de divisas (Gráfico 2, panel central).

Gráfico 2

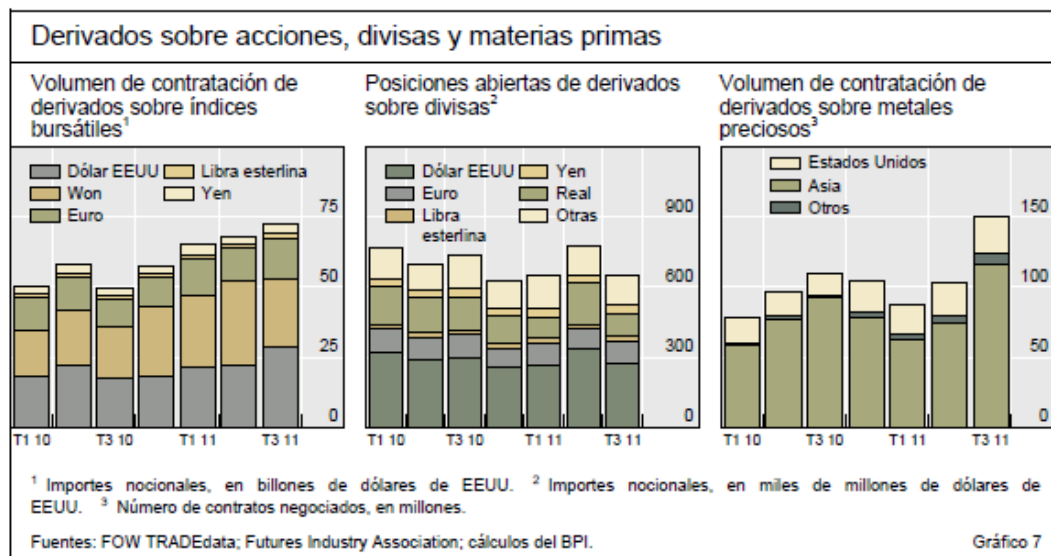


De acuerdo con Avdjiev, Schrimpf y Upper (2011), la contratación de opciones y futuros sobre tasas de interés de todas las monedas se incrementó un 7%, el cual se ve reflejado en 510 billones de dólares. Una parte importante del incremento respondió al mayor volumen de contratación sobre tasas a corto plazo del mercado monetario en el caso del euro (30%) y el yen (60%) (Gráfico 2, panel derecho). Si bien las perspectivas a corto plazo para las tasas de interés oficiales de estas dos monedas permanecieron estables durante el periodo examinado, los inversores comenzaron a descontar tasas significativamente más bajas que antes para el horizonte temporal a un año. En la zona del euro, los operadores demandaron sobre todo opciones sobre tasas del euro a corto plazo (70%), mientras que la actividad en el segmento de futuros se contrajo aproximadamente en la misma medida que el mercado total (7%). En el caso del yen, en cambio, hubo poca contratación en el segmento de las opciones sobre tasas de interés a corto plazo y la práctica totalidad del incremento en la actividad se concentró en el de los futuros. La actividad en el mercado de opciones y futuros sobre índices bursátiles aumentó al caer las cotizaciones en casi todos los mercados en el tercer trimestre de 2011. El volumen de contratación aumentó un 7% entre Julio y Septiembre, hasta los 81 billones de dólares, el máximo registrado (Gráfico 3, panel izquierdo). La cantidad de contratos negociados, que es independiente de los efectos de valoración, se incrementó un 12% en el mismo periodo.

Los volúmenes de operaciones aumentaron en todos los mercados principales a excepción de Corea, donde la contratación sobre índices bursátiles denominados en won se contrajo un 20%, expresado en dólares, y un 12% en número de contratos. Una contratación más intensa en futuros sobre divisas impulsó el volumen de operaciones con derivados cotizados sobre divisas. La contratación de futuros sobre divisas aumentó un 9%, hasta los 10,6 billones de dólares, mientras que el volumen de

contratación de opciones permaneció estable en torno a los 700.000 millones de dólares.

Grafico 3



Hubo un desplome en el número de contratos sobre divisas en circulación dado que el gobierno del Brasil impuso un gravamen del 1% sobre la operatividad con algunos derivados sobre divisas. Los contratos negociados en los mercados brasileños se redujeron un 44% y un 6% en volumen de contratación. El mercado de opciones y futuros sobre el real del Brasil es bastante grande con respecto al mercado extrabursátil, lo cual hace que la moneda brasileña sea la segunda moneda principal en los mercados internacionales de derivados, ubicándose por encima de monedas como el euro (Gráfico 3, panel central). En consecuencia, la reducción de las cantidades en circulación en los mercados bursátiles brasileños contribuyó a una caída global del 17% en las cantidades en circulación de productos sobre divisas, pese al incremento del 6% en las posiciones en el resto de mercados. La entrada del gravamen a las transacciones en Brasil desencadenó un fuerte incremento de la contratación en reales en el Chicago Mercantile Exchange (68%). No obstante, con 5.500 millones de dólares entre Julio y Septiembre de 2011, el volumen de contratos en reales en dicho mercado continuó representando una mínima fracción del importe contratado en el propio Brasil, que llegó a 1,5 billones de dólares en el mismo periodo. Más aún, la cantidad de contratos en reales en circulación en el CME se redujo un 16% en el trimestre, lo que hace ver que el gravamen impuesto por el gobierno de Brasil no desplazó la contratación hacia el exterior (Avdjiev, Schrimpf y Upper, 2011).

El aumento en la demanda de metales preciosos en Asia impulsó la contratación de estos derivados durante el auge que registró el mercado emergente en agosto y septiembre. En el conjunto del trimestre, la actividad medida en número de contratos se incrementó un 46% (Gráfico 3, panel derecho). En Asia, donde el tamaño de los contratos son

menores, la contratación aumentó un 58%. La contratación sobre otras materias primas también se incrementó, pese a la tendencia a la baja de los precios de las materias primas en general. En el caso de los metales no preciosos, materias primas agrícolas y productos energéticos, el incremento fue del 11%, 5% y 2%, respectivamente Avdjiev, Schrimpf y Upper (2011).

### **3.2. Derivados en Colombia**

El mercado de derivados en Colombia es limitado dado que las mayores operaciones son OTC en la Bolsa de Valores de Colombia y solo se transan operaciones de cumplimiento financiero a plazo sobre TCRM, las cuales son contratos estandarizados a futuro. De acuerdo con Salazar (2006), finalizando el año 2007, las operaciones fueron 7.784 millones de dólares.

La Bolsa Nacional Agropecuaria cuenta con contratos forward de productos agrícolas, los cuales, según Salazar (2006), ascendieron 214 millones de dólares en el año 2007. Las estadísticas apuntan a un movido crecimiento de los derivados de tasa de cambio y a un instrumento pequeño de la tasa de interés o de crédito.

#### **3.2.1. Forwards**

Los forward peso/dólar constituyen el 90% de las transacciones de los derivados de la tasa de cambio, los cuales ascendieron a 11.514 millones de dólares en el año 2007 teniendo un crecimiento constante al año 2010. Si bien este es un avance importante tenemos que decir que aún las concentraciones del negocio a corto plazo siguen siendo elevadas dado que las operaciones que se realizan a menos de treinta y cinco días equivalen al 88% de las transacciones del mercado y solo el 12% superan los noventa días.

Los establecimientos de créditos se convirtieron en el sector más importante de forwards en Colombia, seguidos de los offshore y los fondos de pensiones. De un total bruto transado del mercado de 276.349, el 58% fue transado por entidades financieras, un 14% por entidades offshore, y 11% por los fondos de pensiones, solo el 6% es transado por el sector real (Salazar, 2006).

##### **3.2.1.1. Establecimientos de crédito**

El valor que registran las operaciones de instrumentos derivados asciende a 36 billones (Noviembre 2007). Los establecimientos de crédito cuentan con agentes especializados que cotizan precios de compra y venta para forwards, swaps y opciones, pero hay que anotar que el volumen de exposición de los instrumentos derivados por parte de los establecimientos de crédito se han tenido que someter a límites que



enmarca el Banco de la Republica de Colombia con el fin de reducir la volatilidad del mercado y especialmente mitigar presiones contra la moneda local (peso colombiano).

En principio se intentó reducir el valor nominal de la expansión cambiaria dándole un tope, más adelante el creciente ascenso de los portafolios de los derivados estaba alterando la exposición efectiva de divisa lo cual llevó a la creación del control a la “posición propia de contado”.

#### 3.2.1.2. El mercado offshore

Según Salazar (2006), el mercado offshore está compuesto principalmente por bancos y brokers, su sede principal está localizada en la ciudad de Nueva York y opera normalmente en “puntas” de US\$5 o US\$10 millones bajo la modalidad NDF (*non delivery forward*). Este mercado utiliza como contraparte a los bancos locales. La necesidad de obtener cobertura surge de posiciones que dichos agentes puedan tener en el mercado accionario o de renta fija local, o para vender coberturas a clientes externos. También son utilizados para realizar apuestas directas a la moneda local.

#### 3.2.1.3. Los fondos de pensiones

Al corte de Noviembre de 2007, los portafolios de inversión del sector institucional en Colombia ascendieron al equivalente de US\$63 mil millones, siendo los fondos privados de pensiones y cesantías los de mayor tamaño (US\$27 mil millones) y los de mayor actividad en el mercado de derivados (Salazar, 2006). De este saldo, US\$3.8 mil millones (14%) se encuentra invertido en moneda extranjera y aproximadamente la mitad de éstos está cubierto con derivados, por lo que la exposición total en moneda extranjera estaría cerca del 7%, cifra inferior al límite impuesto por el legislador.<sup>2</sup>

#### 3.2.1.4. El sector real

Las corporaciones del sector real trabajan con el mercado de forwards, ya que este es un producto flexible que les permite a las corporaciones efectuar cubrimientos a la medida de sus necesidades. Sabiendo que el sector real ha aumentado su interés por las operaciones forward, por su flexibilidad y la ausencia de un costo inicial, la correlación entre el volumen de comercio exterior y las operaciones efectuadas mensualmente muestran un mayor potencial para las operaciones forward.

---

<sup>2</sup>Los fondos tienen los siguientes límites: un máximo de 40% en títulos emitidos por entidades del exterior y una exposición máxima de 30% en moneda extranjera.

El volumen de las exportaciones e importaciones mensuales colombianas consideradas individualmente se ubica alrededor de los US\$2.500 millones, mientras que las operaciones *forward* de compra y venta de divisas pactadas por el sector real se ubican cerca de los US\$750 millones, según cifras de Salazar (2006).

Si a los resultados anteriores se le suman rubros tales como la exposición cambiaria originada en el endeudamiento externo, la inversión extranjera, los servicios y otros rubros relevantes de la balanza cambiaria, se puede determinar la viabilidad que ofrece la cobertura de riesgos asociados con la tasa de cambio. Los principales beneficiarios de las coberturas han sido las multinacionales y los importadores, con un efecto dinámico de los exportadores en los últimos años.

### **3.2.2. Swap**

Las operaciones swap iniciaron sus negociaciones en el mercado cambiario en el año 2005, no con mucho éxito dado que las negociaciones son bajas y pocas entidades cotizan en formas estos productos. Sin embargo, es importante resaltar que los cross currency swaps se han convertido en uno de los instrumentos preferidos por las entidades offshore para tomar posiciones tanto en la moneda como en la tasa de interés colombiana.

### **3.2.3. Opciones**

Las operaciones del mercado de opciones no han sido satisfactorias por varias razones, la principal de ella es la tributaria. Además, se registran primas elevadas por la volatilidad del tipo de cambio.

Según estadísticas de Bloomberg, en el segundo semestre de 2007, el cual se toma como referencia de los movimientos de los derivados, el promedio de volatilidad negociada a corto plazo fue de 18.8%, en ese mismo año se transaron operaciones por 2.575 millones de dólares, en el sector real los mayores participantes fueron los exportadores del sector agropecuario gracias a la Bolsa Nacional Agropecuaria y a los incentivos de cobertura cambiaria del gobierno nacional.

El dinamismo del mercado de opciones está ligado al ofrecimiento de estructuras novedosas a los clientes, lo cual ha llevado a las entidades financieras (sector real) a posicionar con éxito combinaciones de opciones con tasa de cambio, las cuales no son tan rentables en cuanto a la prima y ofrecen rangos de protección contra la volatilidad. Pero hay que destacar que la utilización de este instrumento es limitada en el país y el incentivo es bajo en el sector real.

Por otro lado, Trujillo (2008) manifiesta que Colombia ha presenciado la expansión del mercado de valores en los últimos diez años, de aquí parte

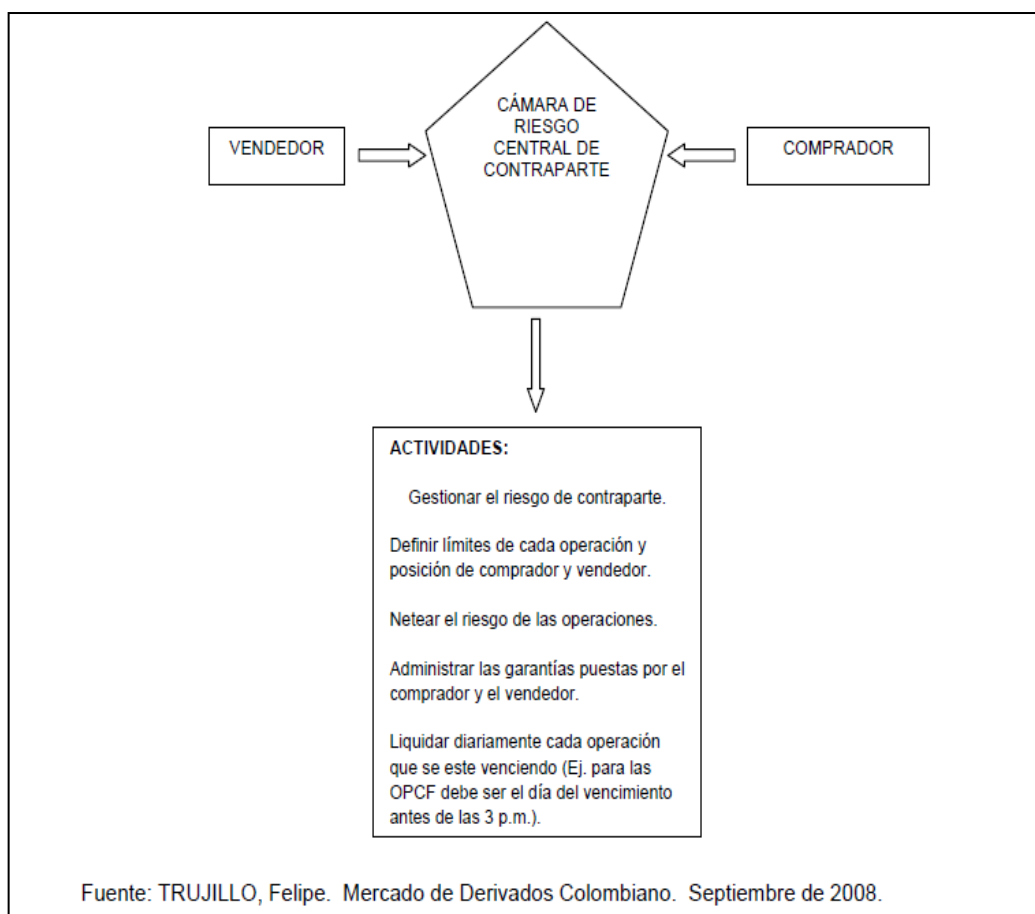
la importancia de desarrollar un mercado de derivados estandarizados en el país, lo cual generó que la creación de la Bolsa de Valores en el 2001 y favoreció al país en cuanto a que cada vez más inversionistas busquen diferentes fuentes de financiamiento y decidan invertir en el mismo.

En Colombia, la negociación de TES y dólares han generado gran impacto en el mercado de acciones; cabe destacar que las nuevas oportunidades de negociación traen consigo riesgos que afecten a los precios, los cuales pueden proceder de la inestabilidad de algunas variables financieras y económicas, arrojando como resultado la actuación inadecuada de los agentes en tiempos de crisis y la detención del desarrollo del mercado de capitales.

#### **4. UN INSTRUMENTO PARA EL BENEFICIO DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMIA COLOMBIANA.**

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) ha tenido gran influencia en la organización e implementación del mercado de los derivados estandarizados en Colombia. La estructura del mercado está determinada por dos partes: la primera tiene que ver con las responsabilidades relativas a la negociación donde se incluye la reglamentación y organización del mercado, el montaje de la infraestructura y la plataforma transaccional, la inscripción de contratos, el permanente seguimiento al desempeño del mercado y la generación de precios. Todas estas son funciones a cargo de la BVC. En tanto que la segunda parte tiene a su cargo la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia (CRCC), la cual comprende los riesgos e intereses de la administración y operación del mercado de derivados.

Con la implementación de la Ley 964 del 2005 (ley del mercado de valores) y con el Decreto 2893 de 2007 se da inicio a la creación de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia. El 12 de Junio de 2008 se pone en funcionamiento este ente regulador del mercado de valores, el cual tiene como objetivo primordial la minimización del riesgo en el mercado, es decir, el cumplimiento de ambas partes por los contratos y acuerdos ya adquiridos por los compradores y vendedores. Esta entidad tiene dentro de sus estatutos cuatro actividades o funciones principales, una de ellas es el manejo de las garantías y el control sobre la venta de acciones, futuros de TRM y TES, además de ello, controla a los agente creadores de mercado (comisionista de bolsa y algunos bancos), todos estas vigilancias se generan para el cumplimiento de pagos entre los compradores y los vendedores de títulos de renta fija y renta variable, en el cuadro 1 está claramente especificado el funcionamiento de la CRCC.



Cuadro 1. Funcionamiento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte

#### 4.1. Derivados en mercados de *commodities*.

Como se dijo más atrás (sección 3.2.-3.2.1) los instrumentos de derivados más usados en el país son los relacionados con la tasa de cambio; sin embargo, las condiciones del país se ajustan para aplicar protección de riesgo relacionado con los precios. Colombia es un país exportador de *commodities*, los primeros renglones de nuestras exportaciones son materias primas.

<b>Colombia - Principales Productos de Exportación US\$ Millones.</b>		
	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>Total</b>	<b>56.954</b>	<b>39.820</b>
Petróleo	23.020	13.394
Carbón	8.397	6.015
Aceites de Petróleo	4.565	2.872
Oro	2.775	2.095

Café	2.608	1.884
Flores	1.251	1.240
Ferroníquel	827	967

Fuente: Min. Comercio Industria y Turismo, Exportaciones 2011.

Estos commodities son particularmente vulnerables a los cambios en los precios, razón por la cual los académicos aconsejan “hacer contratos de futuros, *forwards*, opciones y *swaps* como una forma excepcionalmente exitosa” (Hull, 2009, 581) para cubrir esas vulnerabilidades en los cambios de precios y/o en las tasas de cambio.

#### 4.1.1. Sector agrícola.

Dana & Gilbert (2008), en su estudio sobre administración de riesgos en el precio de productos agrícolas para países en desarrollo, plantean la conveniencia de utilizar derivados pues en el caso de los campesinos-productores, estos se encuentran expuestos a dos tipos de riesgos en la variación de los precios: a) una variación del precio se traduce casi directamente en una variación en el consumo, y también en inversión, sobre todo inversión en nuevas tecnologías; y b) también una incertidumbre con relación a los precios produce que el campesino-productor sea cauteloso en la utilización de insumos costosos, lo que generará que la cosecha sea menor (Dana & Gilbert, 2008: 210)

Este es un ejemplo del riesgo al que en Colombia cualquier campesino o productor agrícola a pequeña, pero sobre todo a gran escala, está expuesto. Recordemos, por ejemplo, que el fenómeno de El Niño y La Niña han afectado históricamente la producción y esto se ha traducido en variaciones en los precios de los alimentos y materias primas. En los mercados de derivados de los países desarrollados existen precisamente derivados para cubrir riesgos relacionados con el clima (Hull, 1999, 582) Además, debe anotarse que la herramienta es particularmente útil para agricultores de países en vías de desarrollo, pues, como bien señalan los autores, “campesinos en Estados Unidos, la Unión Europea, Japón, y otros de otras economías desarrolladas, reciben precios bastante por encima de los niveles del mercado mundial” gracias a los subsidios y demás beneficios que reciben del gobierno. Si el contexto normativo y de mercado fuera el ideal (ver conclusiones) los agricultores colombianos podrían hacerse a una herramienta muy útil para su desarrollo y el del país.

Por lo tanto se considera que aplica particularmente para el gran beneficio de países como Colombia, ya que los autores citados anteriormente consideran que “manejar o administrar el riesgo en los precios puede incrementar la eficiencia productiva, y en el caso de una caída fuerte en

los precios, protege [a los campesinos] contra el riesgo de pérdidas financieras” (Dana & Gilbert, 2008, 211) Ahora, se considera que la herramienta a utilizar sean los futuros por cuanto está implicado el intercambio real, no es, pues, del tipo OTC (over-the-counter). En particular, la literatura propondría para casos como el colombiano la herramienta *short hedge*, pues esta herramienta lo que provee es protección contra variación de precios en el corto plazo, es decir, de tres a seis meses (Hull, 2009, 46). Esto es aproximadamente lo que dura el cultivo o la cosecha en estas latitudes.

Otro argumento a favor de la utilización de derivados en el país, en particular del futuro como herramienta de apalancamiento financiero, es que, como se dijo al inicio de esta sección, la creación del mercado de valores en el país y la legislación relacionada con él es muy reciente. El efecto lógico es que específicamente a nivel del sector privado de la economía se tenga desconocimiento de temas y conceptos relacionados con los precios de las materias primas que mayormente vendemos. No es descabellado pensar que en el país “no se tiene particularmente experiencia ni habilidades en la predicción de variables como tasas de interés, tasas de cambio y precios de los *commodities*”. Pues bien, este es uno de los argumentos que expone Hull a favor de la administración de riesgos, o *hedging* (Hull, 2009, 48).

#### **4.1.2. Sector Energético.**

Como se puede apreciar en las cifras (tabla de inversión en energía) el sector de energía es uno de los que en los últimos años ha impulsado la industria colombiana. Este sector es particularmente fértil para el uso de los derivados. Hull recuerda la crisis del petróleo de los años setenta y da cuenta de la creación del mercado de derivados OTC y “*exchange-traded*” como las formas sofisticadas que se crearon para manejar los riesgos de las abruptas subidas en los precios del petróleo, que con la guerra de 1973 en el Medio Oeste llegó a triplicar los precios (Hull, 1999, 583). En la contemporaneidad podemos ver que tras las crisis en África del norte, o la llamada primavera árabe, y la guerra civil en Siria los precios del barril han mostrado una tendencia al alza. Cubrirse a través de contratos de futuros u opciones es la herramienta más recomendada por el propio autor. El gas natural es también un mercado que ha desarrollado los contratos de derivados para proteger los ingresos (Hull, 1999, 584).

#### **4.2. Apalancamiento con futuros.**

Teniendo en cuenta todo el contexto anterior, en el que nos damos cuenta de cuáles son los principales renglones de la economía nacional, de cuáles son sus riesgos con relación a un cambio en los precios internacionales, y de lo que nos dicen los autores sobre los derivados como la mejor forma para protegerse contra ese tipo de riesgos financieros, ahora veremos de qué forma puede ayudar el mercado de futuros como estrategia de apalancamiento con base en tres elementos

de análisis: a.) cómo es la dinámica del apalancamiento; b.) el contexto de políticas públicas nacionales con relación al ingreso de Colombia al APEC y OCDE; c.) Cuál es el resultado que se esperaría.

Antes de empezar debe aclararse que este último punto “c.)” responde a una eventualidad, pues, como se verá en las conclusiones del trabajo fruto de la investigación, el mercado de derivados en Colombia es aún incipiente, y responde en su mayoría a forwards y opciones en el mercado cambiario (Sandoval Et Al. 2006, 2-3). Por esta razón sólo podemos hacer un estimado de la forma en que se podrá utilizar el apalancamiento a través de futuros el contexto que se está dando en el país sumado a las ventajas de la herramienta en sí.

Lo esencial del apalancamiento con futuros es que permite que el usuario deposite únicamente una parte -por lo general pequeña- del valor total del contrato en forma de garantía. De esta forma no necesita tener la liquidez total del contrato para poder apalancarse, lo cual es particularmente útil en contextos como el nacional donde no hay mucha liquidez.

Sumado a lo anterior, se debe decir que el gobierno nacional, desde hace más de una década -como lo muestran los estudios que se hacían ya desde el año 97 (García, 1997), está gestionando la entrada del país al mecanismo del Asian Pacific Economic Council -APEC. El gobierno de Juan Manuel Santos es el que con mayor ahínco se ha dado a la tarea<sup>3</sup>. Esto tiene sentido en la medida que uno de los objetivos del Foro asiático es la cooperación económica sobre todo a nivel privado-empresarial<sup>4</sup>.

Con el ingreso a la institución lo que se esperaría es que los flujos de inversión y cooperación privada aumenten la liquidez del mercado, no sólo del cambiario, si no el de *commodities* también. Una mayor entrada de liquidez repercutiría en una mayor inversión por parte del empresariado colombiano, lo que traería consigo un margen de riesgo financiero que naturalmente está relacionado con las inversiones.

Lo adecuado entonces sería la utilización de futuros para cubrirse de este riesgo financiero. En entrevista con experta de Asobancaria se llega a la conclusión de que para el caso de una empresa colombiana que transe *commodities*, lo adecuado sería cubrirse con derivados sobre tasas de interés<sup>5</sup> y de esta forma prevenir descalabros financieros fruto de subidas imprevistas en las tasa de interés de los eventuales prestamistas extranjeros.

---

<sup>3</sup> Ver nota de prensa en Semana.com : <http://www.semana.com/nacion/colombia-centrara-este-ano-esfuerzos-ingresar-apec-canciller/172243-3.aspx>

<sup>4</sup> Ver website: <http://www.apec.org/>

<sup>5</sup> La entrevista con un par de economistas con experiencia en el sector financiero aparece en el anexo No. 1



De esta forma se esperaría que con la entrada del país al foro del APEC se gane en liquidez, por una parte, y en respaldo financiero por otro lado. A largo plazo esto tendría el efecto de multiplicar los apalancamientos, y si éstos son utilizados de forma correcta -es decir, prudentemente- generaría un efecto agregado en la economía bastante benéfico.

## CONCLUSIONES.

Como quedó claro, Colombia tiene algunas de las características para hacer uso de los derivados como herramienta de protección contra fluctuaciones en los precios, y con los beneficios que traería consigo la entrada en la APEC, podría hacer un uso mayor del apalancamiento a través de derivados, sobre todo en el sector financiero (como se vio en la sección 3.2.1.1.)

Colombia es un país exportador de *commodities* y de renglones económicos relacionados con la industria energética, y está expuesto a fenómenos naturales que afectan cosechas, como lo son el fenómeno de la Niña y del Niño, los cuales a su vez afectan el precio internacional de los productos agrícolas.

Sumado a esto, la economía colombiana se está abriendo al mundo desde hace veinte años con la apertura económica de los noventa, y para reforzar este hecho, en los últimos dos años se han negociado y firmado sendos tratados de libre comercio con naciones y bloques comerciales muy importantes a nivel mundial (EE.UU.; La Unión Europea; y Corea del Sur) lo que ha generado un aumento de las negociaciones con socios y contrapartes internacionales.

En síntesis, poder tener acceso al mercado de derivados y desarrollarlo al interior del país beneficiaría y facilitaría las negociaciones con las demás naciones, pues protegería las inversiones nacionales dándoles una seguridad con relación a los precios de compra y venta, con relación a las tasas de cambio, y serviría para apalancar inversiones con contratos de futuros sin necesidad de contar con la total liquidez que se exige si no se tiene el acceso a los derivados.

El respaldo que ganaría el empresariado colombiano con la eventual entrada en la APEC y la mayor liquidez potenciarían el apalancamiento financiero en el país con futuros. La expansión del mercado de derivados que conllevaría la entrada en vigor de los TLC (ver entrevista No. 2. Anexo No. 1) mejoraría la oferta de estos productos pues entrarían las entidades financieras colombianas a competir con las extranjeras (particularmente las de EE. UU y Unión Europea) forzándolas a ofrecer más servicios en este campo. En términos generales Colombia aprendería cómo utilizar la gran variedad de servicios derivados diferentes a los relacionados a la TRM, que, como se ha visto en este trabajo (y en lo que concuerdan los entrevistados) es el que ocupa la mayoría de las transacciones.

Un aspecto positivo que logró establecerse a lo largo de esta investigación, y en lo que concuerdan los entrevistados, es que el marco regulatorio en Colombia relacionado con el mercado de derivados está

bien desarrollado, “tiene muy buena estabilidad y estructura [...] en el marco regulatorio jurídico nacional está completamente reglamentado la realización de derivados [...] es un mercado regulado y muy transparente”

Ahora, el problema que se tiene es en términos de mercado. Los derivados en el país están en una etapa muy temprana. Como se vio en este trabajo, la mayoría de las coberturas con derivados que se hacen en el país es para la tasa de cambio. Esto responde a desincentivos por parte del gobierno y desconocimiento. En las entrevistas realizadas a dos funcionarios del sector financiero del país, se corroboró, por ejemplo, que el impuesto que cobra la DIAN por los apalancamientos es alta, “ la tasa de retención que se deben pagar por la utilidad que generan los derivados es demasiado alta, por lo cual la mayoría de bancos siempre quedan con un excedente de impuestos pagados sobre estos derivados que la DIAN no devuelve en recursos, sino en títulos de difícil negociación y redención”, lo que entorpece, por supuesto, la utilización de este tipo de herramientas de protección.

Esto debería mejorarse para avalar el desarrollo del mercado de derivados en el país, sobre todo para que se extienda a otros productos y renglones de la economía, no sólo a la TRM.

Con relación a un tema de particular importancia, como lo es la entrada en vigor del TLC, se pudo constatar en las entrevistas lo proyectado: En definitiva lo que se espera es que el mercado se desarrolle por cuenta de la entrada “de compañías estadounidenses acostumbradas a mercados más profundos y líquidos”

Finalmente, logró establecerse que los derivados, particularmente los futuros, se pueden utilizar *sobre todo* como herramienta de mitigación de riesgos relacionados con los cambios de precios y de tasa de interés; no obstante su utilización como herramientas de apalancamiento puede aplicarse en un contexto con el colombiano en la actualidad.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Avdjiev, S.; Schimpf, A.; and Upper, C. (2011). Aspectos más destacados de las estadísticas internacionales del BPI. p. 7-11. Disponible en [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1112b\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1112b_es.pdf)

Banco de la Republica. (2011). Reporte de mercados financieros. Primer Trimestre. Disponible en: [http://www.banrep.gov.co/documentos/informes-economicos/pdf/Reporte%20de%20Mercados\\_abr-jun\\_2011.pdf](http://www.banrep.gov.co/documentos/informes-economicos/pdf/Reporte%20de%20Mercados_abr-jun_2011.pdf)

Córdoba *et al.* (2008). Un nuevo mercado estandarizado en Colombia. Disponible en: <http://www.udem.edu.co/NR/rdonlyres/F98C9D81-B508-4ED2-8C02D135-C76212EC/3913/UnNuevoMercadodeDerivadosEstandarizado.pdf>

Financial Instruments: Recognition and Measurement 2008. Disponible en: [http://dipifr.info/lib\\_files/standards/eng/eng\\_ifrs\\_010109/IAS39.pdf](http://dipifr.info/lib_files/standards/eng/eng_ifrs_010109/IAS39.pdf)

Forero, A. Y. (2011). Curso básico de derivados, Bolsa de valores de Colombia. Apuntes de clase.

García, Parra Pío. (1997) APEC como instrument de la proyección colombiana en el pacífico. Revista Colombia Internacional No. 39 pp.4-8. En: <http://colombiainternacional.uniandes.edu.co/view.php/257/index.php?id=257>

Gómez López, R. (2006). Fundamentos del mercado de derivados. Disponible en: <http://isis.faces.ula.ve/computacion/emvi/libreria/rgl-mmff1.pdf>

González, S. y Mascareñas, J. (1999). La globalización de los mercados financieros”, Universidad Complutense de Madrid disponible en: <http://www.ucm.es/info/jmas/temas/global.pdf>

Guaño Costales, J. (2005). Derivados Financieros: Forwards, Opciones, y Swaps en la Legislación Ecuatoriana Vigente.

Hull, John C. Options, Futures and Other Derivatives. (2009) Upper Saddle River, NJ: Pearson / Prentice Hall, c2009.

Jiménez Mejía, M. y Zabala Trujillo, J. G. (2010). Uso de derivados para el cubrimiento de riesgo operativo y crediticio en empresas manufactureras en Colombia. 2010.

Dana, J. & Gilbert, C. L. (2008) "Managing Agricultural Price Risk in Developing Countries", En: Geman, Hélyette. Risk management in commodity markets: from shipping to agriculturals and energy, (2008), Chichester, West Sussex, England ; Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, c2008.

Salazar, G. (2006). Mercado de derivados 2005-2007. Actualidad económica. No. p 21-27.

Sandoval Carlos A.; Guzmán Carlos; Malagón David. (Eds) (2006) Los derivados en Colombia: Diagnóstico, Retos y Oportunidades. En: La semana económica. Asobancaria.  
<http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/758122.PDF>

Trujillo, F. (2008). Mercado de derivados colombiano. Disponible en: [http://www.camaraderiesgo.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=14&Itemid=10](http://www.camaraderiesgo.com/index.php?option=com_content&view=article&id=14&Itemid=10)

Vause, N. (2011). Compensación centralizada y estadísticas sobre derivados OTC. En: *Informe Trimestral del BPI*, Junio.

## **Anexo No. 1 Entrevistas.**

### Entrevista No. 1

Ana Milena Lizarazo Cabrales  
Directora de asuntos y riesgos financieros  
Asociación bancaria y de entidades financiera de Colombia – Asobancaria  
Cinco años de experiencia en el sector financiero  
CC. 52.999.748.

**1. ¿cuál es la mejor forma (en caso de que exista más de una manera) en que se pueden utilizar los futuros para apalancar financieramente una compañía colombiana de "commodities"? (Gas natural-Petróleo-Agricultura)**

R/: En mi opinión, más que apalancar, los derivados ayudan a cubrir riesgos del negocio, es decir, si una compañía colombiana de commodities tiene la mayor parte de su producción para exportación, los futuros o forwards de tasa de cambio son un perfecto instrumento para cubrirse ante movimientos adversos del precio de la divisa. Así mismo, si la empresa depende del financiamiento de establecimientos de crédito, derivados sobre tasas de interés pueden también ayudarle a cubrirse ante movimientos adversos de éstas.

**2. En el contexto de la entrada en vigencia del TLC Col-USA ¿De qué forma podría jalonar la economía nacional el uso de estos derivados?**

R/: En la misma vía que la respuesta anterior, dado que los derivados sirven como cobertura a movimientos adversos de diferentes variables, en el contexto del TLC estos cobran especial relevancia para cubrir riesgos cambiarios. Lo que naturalmente debería pasar es que ante mayor acceso de las empresas del sector real al mercado estadounidense, éstas empiecen a generar mayor demanda de derivados de tasa de cambio para mitigar el riesgo. Aunque el resultado no sea vea directamente en mayor producción de empresas que logre jalonar la economía nacional, a través de mayor crecimiento del PIB, si es una ganancia de eficiencia en los gastos no operacionales de las empresas y por ende en menores gastos, que en algún momento deben redundar en mayores utilidades, ceterisparibus.

**3. ¿Cuál es la recomendación primordial que harían para mejorar el marco regulatorio-jurídico nacional relacionado con el mercado de derivados?**

R/: En el marco regulatorio jurídico nacional está completamente reglamentado la realización de derivados. Sin embargo, este marco regulatorio carece de incentivos para su utilización, es decir, existen

instrucciones que hacen costosa la negociación de tales instrumentos. Por ejemplo, la tasa de retención que se deben pagar por la utilidad que generan los derivados es demasiado alta, por lo cual la mayoría de bancos siempre quedan con un excedente de impuestos pagados sobre estos derivados que la DIAN no devuelve en recursos, sino en títulos de difícil negociación y redención. Así mismo, a los agentes financieros no se les reconoce la utilización de garantías y mitigantes de riesgo de crédito, por lo que en términos de utilización de capital la negociación de estos instrumentos es bastante costosa.

***4. ¿Cuál es la recomendación primordial que harían para mejorar la infraestructura del mercado de derivados en el país?***

R/: Yo creo que parte de la campaña que hay que hacer para que el mercado de derivados siga creciendo es mayor propaganda de sus beneficios y que deje de verse como un mercado lejano y especializado solo para profesionales y entidades financieras. Esto generaría mayor oferta y demanda que redundaría en mayor liquidez. El resto de las condiciones están puestas y es importante decir que es un mercado regulado y muy transparente, gracias a la regulación impuesta por el gobierno nacional.

## Entrevista No. 2

Gustavo Alberto Lizarazo.  
Funcionario Bancolombia  
7 años experiencia en el sector financiero  
Cc. 88240428.

**1. ¿cuál es la mejor forma (en caso de que exista más de una manera) en que se pueden utilizar los futuros para apalancar financieramente una compañía colombiana de "commodities"?**

R/: Mejorando los instrumentos de coberturas, actualmente la disponibilidad de estos son muy limitadas por su baja transaccionalidad [sic].

**2. En el contexto de la entrada en vigencia del TLC Col-USA ¿De qué forma podría jalonar la economía nacional el uso de estos derivados?**

R/: La entrada de nuevas compañías estadounidenses acostumbradas a mercados de derivados más profundos y líquidos, deberá forzar al sector financiero a mejorar la oferta.

**3. ¿Cuál es la recomendación primordial que harían para mejorar el marco regulatorio-jurídico nacional relacionado con el mercado de derivados?**

R/: Desde el punto de vista regulatorio Colombia tiene muy buena estabilidad y estructura; sin embargo desde el punto de vista tributario aun hay huecos que deben aclararse para que los grandes jugadores del mercado puedan operar con mayor tranquilidad.

**4. ¿Cuál es la recomendación primordial que harían para mejorar la infraestructura del mercado de derivados en el país?**

R/: Con estabilidad y claridad tributaria los generadores de mercado podrán operar mayores volúmenes mejorando la liquidez y disponibilidad de instrumentos en el mercado. Esto generaría mayor incentivo del sector privado para acceder y profundizar aun más los mercados de derivados.