

Director: Sergio Clavijo

ISSN 1909-0137

Con la colaboración
de Alejandro González



JULIO 10 DE 2009

EDICIÓN 35

DESARROLLO DEL MERCADO DE DERIVADOS EN COLOMBIA

El mercado de valores en Colombia se ha venido transformando a lo largo de la última década. En ello han jugado un papel positivo el mayor crecimiento económico, el fortalecimiento del sistema financiero y la convergencia hacia una inflación baja y estable. Esto se ha reflejado en un mayor volumen de operaciones bursátiles y de transacciones de bonos, tanto públicos como privados. Por ejemplo, la capitalización bursátil (bruta) se elevó del 34% del PIB al 42% durante el período 2005-2008, al tiempo que el acervo de bonos públicos alcanzó el 37% del PIB y el de los privados un 2% del PIB al cierre del año anterior.

La Ley 964 de 2005 vino a consolidar múltiples esfuerzos por mejorar el marco regulatorio institucional referido al mercado de valores. Esta Ley representa una regulación comprensiva que ofrece mayor seguridad jurídica, transparencia y mejores prácticas de gobierno corporativo.

Gracias a ello, Colombia cuenta hoy con varias cámaras de compensación de valores que agilizan y abaratan las transacciones, además de reducir el riesgo de contraparte. El país se ha comprometido con el desarrollo de los mercados de coberturas y derivados, tanto en lo referente al componente de tasas de interés como al de divisas. En este mercado, los depósitos centrales de valores, como administradores de sistemas de compensación y liquidación, juegan un papel vital.

Una de las áreas con mayor potencial en el futuro cercano es la referida al mercado de

derivados. Se han hecho avances regulatorios importantes que eliminan restricciones y aclaran algunas contradicciones de la normatividad. En esta edición de *Enfoque* centraremos nuestro análisis en este tema, haciendo algunas comparaciones con los desarrollos recientes de México y Brasil, líderes de la región en este frente del mercado de capitales.

La experiencia de México y Brasil

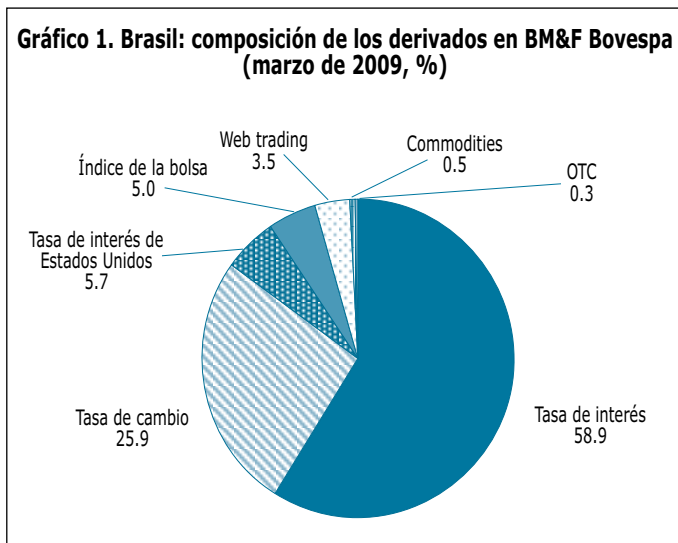
México tuvo serias dificultades macroeconómicas en 1995 y Brasil en 2001-2002. Pero durante el período 2003-2008 ambas economías disfrutaron de estabilidad macroeconómica, reduciendo sus déficits fiscales y externos, a la vez que mantenían inflaciones de un solo dígito. En el caso de Brasil, dicha estabilidad se aprovechó para consolidar una ágil regulación del mercado de valores, al tiempo que se reducía la dependencia del endeudamiento público externo. Gracias a

ello, se dio un rápido desarrollo de los mercados de coberturas a futuro, involucrando los productos agrícolas y diversos *commodities*, muchos de los cuales forman parte de la oferta exportadora del país.

Actualmente, la bolsa de futuros y de acciones de Brasil, conocida como BM&F Bovespa, es la más grande de América Latina. Mensualmente se transan cerca de 17 millones de contratos de cubrimiento, especialmente en derivados de tasa de interés y de tasa de cambio. En Brasil, cerca del 60% de los contratos de derivados se refieren a tasa de interés (ver gráfico 1), dada su elevada volatilidad histórica. Los procesos de simplificación tributaria y la creación de las cuentas ómnibus (facilitando el manejo contable de sus numerosos clientes) fomentaron la participación de inversionistas extranjeros. Estos últimos participan con cerca del 20% del volumen de derivados transados en Bovespa.

En el caso de México, su dinámica ha resultado un poco más lenta, pues la crisis de 1994 generó algo de letargo regulatorio. El Banco de México tardó bastante en autorizar al sistema bancario, a los puestos de bolsa y a los fondos de pensiones (Afores) su participación en el mercado de derivados. La coordinación institucional fue muy desgastante para los participantes de estos mercados.

La mayoría de las transacciones de la bolsa mexicana de derivados, conocida como Mexder, también se refiere a las tasas de interés, similar a lo que ocurre en Brasil. A mayo de 2009, un 71% de los contratos



Fuente: BM&F Bovespa.

JULIO 10 DE 2009

PÁGINA 2

correspondía a cubrimientos de tasa de interés (sobre la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio - TIIE a 28 días). Otro 20% viene dado por derivados sobre los títulos de la deuda pública, incluyendo títulos a 90 días (Cete 91), así como bonos a tres y a diez años (ver gráfico 2). Al igual que en Brasil, el gobierno mexicano ha construido un marco fiscal favorable para la inversión en coberturas, el cual resulta atractivo para los inversionistas extranjeros.

¿En qué está Colombia?

Como mencionamos anteriormente, la Ley 964 marcó un hito en el esquema del mercado no intermediado. En particular, el Decreto 1796 de 2008 sentó las bases para implementar un sistema estandarizado de derivados en Colombia. La infraestructura del mercado de valores se ha complementado en los últimos años con la creación de entidades tales como el Autorregulador del Mercado de Valores y la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, en la que Deceval ha participado activamente.

De otra parte, también se ha creado la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de la Bolsa Nacional Agropecuaria. En ambos casos se busca mitigar los riesgos de contraparte y facilitar la liquidez de las operaciones, al mínimo costo posible. En paralelo, se han ido desarrollando los sistemas de negociación electrónica para transar derivados con los más altos estándares de seguridad.

A partir de septiembre de 2008 se iniciaron las transacciones de derivados referidos al valor futuro de los títulos de deuda pública del Gobierno Nacional. Las negociaciones han sido hasta de \$175.000 millones

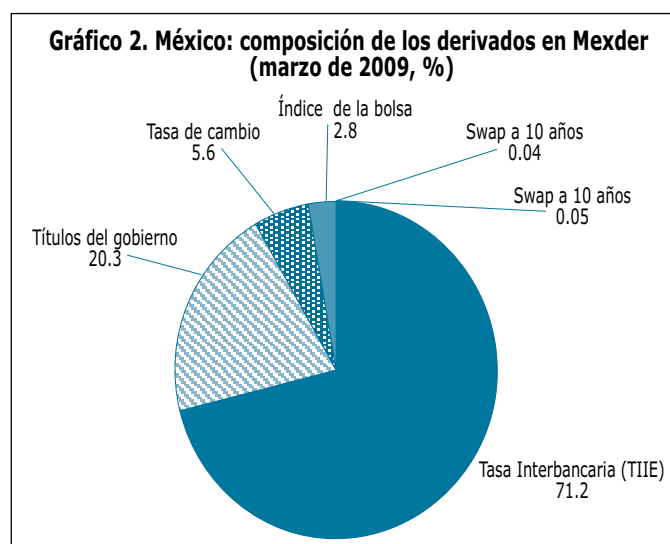
La infraestructura del mercado de valores se ha complementado en los últimos años con la creación de entidades tales como el Autorregulador del Mercado de Valores y la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, en la que Deceval ha participado activamente.

mensuales, con un importante repunte en lo corrido de 2009 (ver gráfico 3). Este nuevo instrumental financiero ha resultado particularmente útil para que los fondos de pensiones (AFP) puedan cubrir sus posiciones en TES. Cabe señalar que se trata de la inversión más importante que hacen las AFP, constituyendo casi el 50% de su portafolio y representando casi el 8% del PIB. La cobertura de esas posiciones en TES resulta vital para mantener la dinámica del mercado secundario de deuda pública en Colombia.

En sus inicios, el desarrollo de los contratos de derivados sobre tasa de cambio tuvo algunos tropiezos de tipo regulatorio, pero durante el último trimestre de 2008 se hicieron avances importantes, gracias al interés que mostraron el Banco de la República, la Superintendencia Financiera, la BVC y Deceval, entre otros.

A mediados de junio de 2009 se logró el perfeccionamiento de las primeras operaciones de derivados sobre el valor futuro de la Tasa Representativa de Mercado (TRM). El tamaño del contrato es de US\$50.000, cuyo subyacente es la TRM del segundo miércoles del mes, alcanzando negociaciones por más de \$1.000 millones en un solo día. El dinamismo de los derivados sobre TRM debe permitir un comercio internacional y una inversión extranjera más fluidos de Colombia con el resto del mundo (ver *Enfoque* No. 9 de noviembre de 2006).

También se viene desarrollando en Colombia un mercado de derivados estandarizados de energía eléctrica. Como es sabido, el sector eléctrico colombiano cuenta con contratos bilaterales no estandarizados, pero, precisamente por ello, éstos son contratos de baja



Fuente: Mexder.

JULIO 10 DE 2009

PÁGINA 3

liquidez y, además, encierran un riesgo de contraparte. Adicionalmente, la fuerte estacionalidad de la demanda y la oferta de energía requiere suavizar los flujos de caja, tanto en el caso de las generadoras como de las distribuidoras. Para cubrir esos riesgos, resulta entonces crucial organizar un mercado de derivados energéticos en el país. En ese proyecto están trabajando activamente la BVC y XM, a través del proyecto Derivex; aunque la Bolsa Nacional Agropecuaria también desarrolla un proyecto similar. El tamaño de este mercado dictaminará hacia el futuro la conveniencia de buscar sinergias para explotar al máximo las economías de escala.

Conclusiones

Hemos visto que el mercado colombiano de derivados se encuentra en una fase de desarrollo similar a la que vivieron México y Brasil hace una década. Para el desarrollo de estos instrumentos ha sido fundamental la estabilidad macroeconómica, la reducción de la inflación y la consolidación de políticas monetarias y fiscales ortodoxas. Este tipo de mercados permite el cubrimiento de las posiciones de inversión de exportadores, fondos de pensiones y agroindustrias (ver *Enfoque* No. 9 de noviembre de 2006).

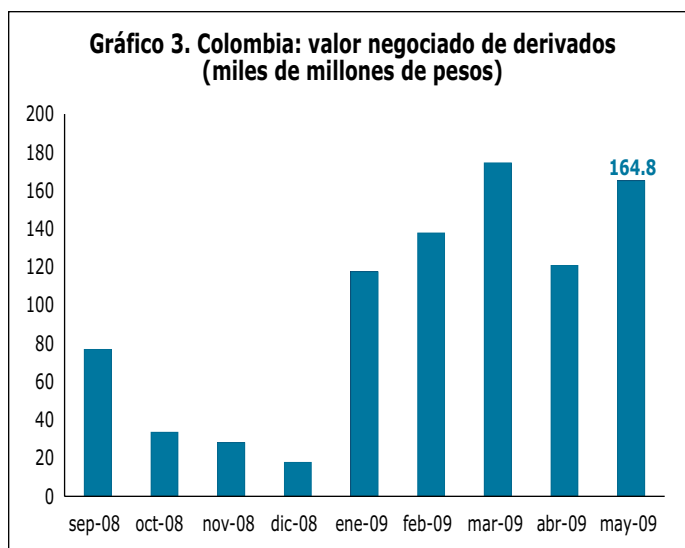
Conscientes de la importancia de desarrollar estos mercados, Anif impulsó el pasado mes de mayo, en compañía de la BVC, un foro dedicado al análisis del mercado de derivados en Colombia. Allí quedó claro que, si bien Colombia ha sentado buenas bases para emular los dinámicos mercados de derivados de Brasil y

Si bien Colombia ha sentado buenas bases para emular los dinámicos mercados de derivados de Brasil y México, para lograrlo será importante ajustar nuestra regulación en materia tributaria y contable.

México, para lograrlo será importante ajustar nuestra regulación en materia tributaria y contable. El gravamen a los movimientos financieros (conocido como 4x1000) es un claro obstáculo para tal fin; igualmente se requiere el desarrollo de las cuentas “ómnibus” que faciliten el reporte en bloque de cierto cúmulo de transacciones. Adicionalmente, es indispensable adoptar principios contables internacionales, en lo cual la reforma financiera aprobada a finales de junio de 2009 ayudará de forma importante.

Finalmente, la experiencia de Brasil y México indican que el tema de la pedagogía referida al mundo de los derivados es fundamental para impulsar la demanda por este tipo de instrumentos. Por ejemplo, la BM&F Bovespa de Brasil maneja tres programas de MBA con énfasis en derivados para difundir estos instrumentos financieros.

En el caso de Colombia, todavía quedan por desarrollar los derivados sobre el índice de la bolsa y sobre otros *commodities* distintos a la electricidad. No obstante, el mayor potencial está centrando en el mercado de coberturas sobre tasas de interés, teniendo en cuenta que a nivel global éste acapara cerca del 80% de los contratos estandarizados (según ISDA). La reciente creación del Indicador Bancario de Referencia (IBR) debería aprovecharse para usarlo como piedra angular de dicho mercado de derivados. Es importante entonces lograr que el IBR se posicione en el mercado como el referente de mediano plazo y hacer la pedagogía del caso, tal como lo recomiendan las experiencias de Brasil y México durante la última década.



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.