



**UNIVERSIDAD LATINOAMERICANA DE CIENCIA Y TECNOLOGÍA  
FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES**

Artículo científico para optar por el grado de  
Máster en Administración de Negocios con énfasis en Finanzas

Elaborado por:  
Gilbert José Masís Quesada

**Uso de instrumentos financieros para  
mitigar riesgo cambiario en operaciones de  
comercio exterior**

Tutor: M.Sc Randall Arias Solano

**Junio, 2008**

## TABLA DE CONTENIDOS

<b>RESUMEN</b> -----	<b>1</b>
<b>ABSTRACT</b> -----	<b>1</b>
<b>INTRODUCCIÓN</b> -----	<b>2</b>
<b>ANTECEDENTES DEL PROBLEMA</b> -----	<b>2</b>
<b>JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA</b> -----	<b>3</b>
<b>PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA</b> -----	<b>4</b>
<b>NATURALEZA DE LAS OPERACIONES DE COMERCIO EXTERIOR</b> -----	<b>6</b>
Tipos de cambio y convertibilidad de monedas en el comercio exterior-----	6
Globalización, regímenes cambiarios y riesgos-----	7
Marco normativo nacional e internacional para los sistemas financieros-----	8
<i>Acuerdos en los mercados cambiarios internacionales: Patrón Oro y Bretton Woods</i> -----	8
<i>Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica</i> -----	9
<i>Políticas generales para administración de reservas monetarias internacionales en Costa Rica</i> -----	10
<b>Documentación y formalización tradicional de las operaciones de comercio exterior</b> -----	<b>11</b>
<i>Documentación de importaciones</i> -----	11
<i>Documentación de exportaciones</i> -----	11
<i>El giro comercial</i> -----	12
<i>Conocimiento de embarque</i> -----	12
<i>Cartas de crédito</i> -----	12
<b>Instrumentos financieros tradicionales para transacciones de comercio exterior</b> -----	<b>12</b>
<i>Contra comercio</i> -----	12
<i>Factoraje internacional</i> -----	12
<i>Descuento / confiscación</i> -----	13
<b>SÍNTESIS DE LOS REGÍMENES DE MINIDEVALUACIONES Y DE BANDAS CAMBIARIAS</b> -----	<b>14</b>
Minidevaluaciones-----	14

<b>Bandas cambiarias</b> -----	<b>15</b>
<b>Bandas, riesgo cambiario y comercio exterior</b> -----	<b>18</b>
<b>NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS PARA COBERTURAS CAMBIARIAS EN OPERACIONES DE COMERCIO EXTERIOR EN COSTA RICA</b> -----	<b>19</b>
<i>Coberturas contra el riesgo</i> -----	19
<i>Contratos a plazo (forwards)</i> -----	20
<i>Permuta cambiaria (FX Swap)</i> -----	22
<i>Permuta de monedas (Currency Swap)</i> -----	23
<i>Contratos de futuros (Futures)</i> -----	24
<i>Contratos de diferencia</i> -----	25
<i>Otros instrumentos de cobertura cambiaria</i> -----	25
<b>REQUISITOS DE MERCADO Y OTRAS CONDICIONES NECESARIAS PARA EL USO DE COBERTURAS CAMBIARIAS EN COSTA RICA</b> -----	<b>26</b>
<i>Fallas de mercado</i> -----	27
<i>Eficiencia operativa y eficiencia de precios</i> -----	28
<i>Mercados y activos financieros</i> -----	28
<i>Mercados derivados y riesgo cambiario</i> -----	29
<i>Mercados de forwards y futuros</i> -----	30
<i>Mercados de swaps</i> -----	30
<b>RETOS PARA EL SECTOR FINANCIERO, EMPRESARIAL Y DE GOBIERNO</b> --	<b>31</b>
<b>CONCLUSIONES</b> -----	<b>35</b>
<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> -----	<b>40</b>

## Uso de instrumentos financieros para mitigar riesgo cambiario en operaciones de comercio exterior

---

Gilbert José Masís Quesada<sup>1</sup>

### **Resumen:**

Este artículo aborda el tema de la protección o cobertura contra el riesgo de volatilidad del tipo de cambio, en las transacciones de exportación e importación, mediante el uso de instrumentos financieros derivados como los *forwards*, los contratos de futuros, los *swaps* cambiarios y de moneda, y los contratos de diferencia; instrumentos todos autorizados para su uso en Costa Rica. Mediante una revisión teórica y empírica de las necesidades de protección cambiaria en el comercio exterior, y de las diferentes características de cada uno de los instrumentos mencionados, se llega a determinar que, efectivamente, los derivados cambiarios permiten mitigar y hasta eliminar los riesgos cambiarios. Adicionalmente se concluye que para que se generalice la comprensión y el uso de los derivados cambiarios en Costa Rica, se requiere algunos pasos adicionales a escala institucional y del mercado financiero.

**Palabras Clave:** Coberturas cambiarias / riesgo cambiario / derivados financieros / comercio exterior / Costa Rica

### **Abstract:**

This article deals with the use of foreign exchange derivatives as a hedging strategy to cope with the foreign exchange risk that emerge naturally from the foreign trade transactions. Forwards, Futures, FX swaps and currency swaps have been already approved by Costa Rican authorities to be used as financial hedging instruments. Through a theoretical and empirical revision of the hedging needs coming from the foreign trade, and by means of a thorough revision of the characteristics of the financial instruments already mentioned, it is concluded that indeed derivatives are truly useful to mitigate or eliminate foreign exchange risk. In addition, it is concluded that there are other necessary conditions at the institutional and market levels for the understanding and utilization of foreign exchange derivatives to be disseminated among the foreign traders in Costa Rica.

**Keywords:** Foreign exchange hedging / foreign exchange risk / financial derivatives / foreign trade / Costa Rica

---

<sup>1</sup> Licenciado en Economía. Candidato a Maestría en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas, ULACIT. Correo electrónico: [jmasis@bcie.org](mailto:jmasis@bcie.org)

## **Introducción**

Este artículo científico pretende coadyuvar hacia una mayor comprensión en la opinión pública, y fomentar más discusión en los sectores financieros y de comercio exterior, sobre los instrumentos financieros disponibles y las condiciones previas necesarias para poder utilizarlos, a fin de protegerse del riesgo cambiario.

En ese sentido, el artículo intenta responder a la pregunta de si es posible mitigar o evitar el riesgo cambiario en las operaciones de comercio exterior, mediante el uso de instrumentos financieros.

El problema se aborda revisando, al inicio del primer apartado, las características de las operaciones de comercio exterior, y la influencia que ejercen los tipos de cambio y regímenes cambiarios en tales transacciones y los riesgos implícitos que les imprimen. Posteriormente se revisa la normativa nacional e internacional, que regula la operatividad de los mercados financieros y cambiarios, y que establece las reglas y requisitos con los que se rigen las transacciones comerciales internacionales.

En el segundo apartado se analizan los regímenes cambiarios que han existido en el país en los últimos veinte años (i.e. minidevaluaciones y bandas cambiarias), destacando sus diferencias, para luego analizar el impacto que el régimen de bandas, actualmente vigente, tiene sobre las operaciones del comercio exterior.

En un tercer apartado se revisan los instrumentos financieros para coberturas cambiarias disponibles hasta hace muy poco en Costa Rica, y se determinan sus principales características y las diferencias en sus funciones y utilidad; luego, en el apartado cuarto, se analiza los requisitos de mercado y otras condiciones necesarias para posibilitar la utilización de coberturas cambiarias para las empresas exportadoras e importadoras costarricenses. Por último, como es usual, se presentan las principales conclusiones de este análisis.

## **Antecedentes del problema**

En octubre de 2006 el Banco Central de Costa Rica resolvió, después de mucho análisis y discusión, sustituir el régimen cambiario de “minidevaluaciones” (*crawling peg*) que había estado vigente por más de dos décadas desde 1984, y pasar a uno denominado como de “bandas cambiarias”, queriendo seguir el ejemplo de otros países latinoamericanos como México, Chile y Colombia que tuvieron vigente el régimen de “bandas” por varios años antes de pasar al sistema cambiario de flotación (Lizano, 2007). El fin es, con el tiempo, migrar a un sistema de metas de inflación. Si bien el nuevo régimen está aún en proceso de afinamiento y ajuste, su implementación se ha hecho sentir en las cuentas corrientes de los exportadores e importadores, que han enfrentado un tipo de cambio nominal del dólar americano que se mueve entre las bandas, además de la resultante “indeseable” apreciación del colón.

Los otrora estimulados exportadores, beneficiados por las continuas devaluaciones programadas del colón, ahora enfrentan niveles de riesgo e incertidumbre a los que no estaban acostumbrados. Por su lado, los importadores

tampoco gozan ya de la facilidad de programación de costos que tenían con las minidevaluaciones, lo que implica un cambio de paradigma en lo que a operaciones de comercio exterior se refiere. Cabe preguntarse entonces si existirán, en la caja de herramientas de las finanzas, algunos instrumentos que ayuden a exportadores e importadores a enfrentar los nuevos retos que les ha impuesto el régimen de bandas cambiarias.

### ***Justificación del problema***

Bajo un sistema de bandas cambiarias, la eventual volatilidad del tipo de cambio entre las bandas y la falta de protección o cobertura de importadores y exportadores ante el riesgo cambiario, pueden tener efectos adversos significativos sobre los resultados, no sólo del sector de comercio exterior sino a escala macroeconómica en el país.

Según Conejo (2007) uno de los principales retos de la puesta en vigencia del sistema de bandas cambiarias, es que: “Las exportaciones ya no cuentan con el incentivo cambiario como elemento de promoción, que mantenían desde la década de los ochenta, y eso podría limitar su crecimiento, particularmente de las exportaciones tradicionales” (p.1).

La importancia del problema ha sido reconocida fuera de las fronteras costarricenses, por países que previamente han evolucionado a regímenes cambiarios de bandas o de flotación flexible. En Colombia, por ejemplo, nación que comparte con Costa Rica su vocación agroexportadora, el Gobierno puso en marcha un programa de coberturas cambiarias para el sector agropecuario exportador, a fin de apoyarlos en la adquisición de coberturas, que mitiguen el impacto negativo de la caída en la tasa de cambio (Rodríguez, 2008). El incentivo otorgado por el Gobierno colombiano consiste en subsidiar un porcentaje del costo de las coberturas cambiarias para los productores de azúcar, banano, cacao, camarón, carne de res, flores y follajes, frutas, hortalizas, leche, palma, plátano, tabaco y tilapia (Arias, 2007) .

El tema es muy relevante en Costa Rica, porque a pesar de que desde diciembre de 2006 la Junta Directiva del Banco Central aprobó el Reglamento de Derivados para Coberturas Cambiarias, a la fecha estas últimas no se están utilizando.

Meses atrás se han discutido en la prensa local (Acuña 2007), las condiciones que han evitado que se empiecen a utilizar los instrumentos financieros para la cobertura del riesgo cambiario, entre los que se menciona la poca volatilidad que ha experimentado el tipo de cambio (por el creciente ingreso de divisas – inversión extranjera directa, exportaciones y turismo, y la intervención del Banco Central), y la consecuente falta de percepción de riesgo cambiario por parte de los agentes económicos. Pero este fenómeno se ha ido revirtiendo conforme se ha ampliado el ancho de la banda (mediante los ajustes progresivos al alza en su techo).

### **Planteamiento del problema**

El avance y desarrollo de los mercados financieros mundiales, que sin lugar a dudas se han hecho manifiestos en el mercado financiero costarricense, nos llevan a preguntarnos entonces qué instrumentos o herramientas tienen disponibles las instituciones financieras con presencia en Costa Rica, para atender las nuevas necesidades que, en materia cambiaria, tiene el sector de comercio exterior.

En esa línea, el problema de investigación para este artículo científico ha sido planteado de la siguiente forma:

*¿Es posible mitigar o evitar el riesgo cambiario en las operaciones de comercio exterior mediante el uso de instrumentos financieros?*

A continuación se profundiza en el planteamiento del problema de investigación, a partir de una fundamentación empírica y teórica.

En Costa Rica se tiene claro que la promoción de exportaciones es favorable para los países, porque en la medida en que las compañías aumentan sus exportaciones, la economía del país en la que están insertas se beneficia en su conjunto de manera directa. En consecuencia, es inimaginable pensar que la actividad de exportación no deba ser facilitada y promovida por el Estado en forma activa.

Al respecto, Martínez (2006) advierte que: “Para muchos analistas el mejor escenario tendiente a fomentar la actividad exportadora es aquel en el cual las autoridades gubernamentales impulsan/convalidan un alto tipo de cambio real, es decir, bajos costos empresariales (incluidos salarios) en términos de moneda dura”. (p.3)

En ese sentido, diversos estudios dentro y fuera de Costa Rica han demostrado lo que la teoría económica plantea (Dornbusch y Fisher, 1992): que la depreciación de la moneda nacional fomenta, al menos a corto plazo, las exportaciones<sup>2</sup>. Lo inverso es igualmente cierto, y como es de esperarse en temas económicos, la magnitud de los efectos positivos o negativos, dependerá de ciertos factores. Fang, Lai y Miller (2005) determinaron que los movimientos en el tipo de cambio afectan las exportaciones en dos vías – por la depreciación en sí y por su variabilidad (riesgo). En su estudio para ocho países asiáticos, encontraron que aunque la depreciación cambiaria efectivamente incrementa las exportaciones, el riesgo cambiario asociado podría compensar ese efecto positivo.

Por ello concluyeron que los hacedores de política económica deberían procurar depreciar la moneda pero tratando de reducir la fluctuación del tipo de cambio. Por su parte, Berretoni y Castresana (2008), analizando los determinantes de la evolución de las cantidades exportadas de manufacturas industriales argentinas en el período 1992-2006, comprobaron que tanto el nivel como la

---

<sup>2</sup> Según Dornbusch y Fischer (1992), un aumento del tipo de cambio real significa que los precios exteriores, expresados por ejemplo en dólares, han aumentado en relación con los precios de los bienes producidos en Costa Rica. Los bienes extranjeros se han hecho más caros que los bienes domésticos, lo que implica que los individuos (locales y extranjeros) van a preferir comprar bienes nacionales que importados (p.213)

estabilidad del tipo de cambio real, son de vital importancia en el crecimiento de las exportaciones.

Asimismo, Durán, Laverde y León (2002) determinaron que, para la economía costarricense, el porcentaje de depreciación nominal del tipo de cambio se traslada a los precios de las exportaciones en un 13% a corto plazo y en un 68% a largo plazo, con las correspondientes variaciones en el valor exportado.

Con base en todo lo anterior, y desde un punto de vista microeconómico, aun existiendo una depreciación de la moneda, la volatilidad cambiaria puede dar al traste con el efecto positivo sobre los exportadores. Ni qué decir cuando a la volatilidad se une una apreciación de la moneda local, como ha ocurrido en Costa Rica desde la instauración del régimen de bandas cambiarias. Si juntamos a más de dos mil exportadores que comercian casi 3800 productos exportables, que totalizaron el año pasado un valor exportado de más de \$9.300 millones, que en 2006 fue equivalente al 37,5% del Producto Interno Bruto (Ruiz, 2007), se puede tener idea a grosso modo de la magnitud de las pérdidas cambiarias que podrían llegar a tener los exportadores nacionales, ante una continua y volátil apreciación del colón, porque perciben ventas en dólares pero enfrentan costos en colones.

Ante una situación similar a lo que ocurre en Costa Rica, recientemente la prensa peruana (Expreso, 2008) ha informado que, en atención al pedido de los exportadores de aplicar medidas para detener la caída del dólar, el Gobierno del Perú ha dispuesto una guía de competitividad cambiaria, para que los empresarios aprovechen las opciones del sistema financiero, a fin de afrontar la caída del tipo de cambio. Citada por el diario Expreso, la Ministra de Comercio Exterior y Turismo precisa que: “Sólo 400 de las 6 mil empresas exportadoras utilizan *forwards* (compra futura de dólares) para protegerse de la caída del dólar, por eso debemos difundir entre ellos este y otros mecanismos de resguardo”, medida que, según la citada funcionaria, estaría siendo acompañada de un programa de seguros para que las pequeñas y medianas empresas, accedan a créditos para la exportación de sus productos. Lo anterior es relevante porque, como enfáticamente lo manifiesta Shelton (2001): “Cualquier buen negocio puede ser destruido por pérdidas cambiarias”.

Lo cierto del caso es que, en Costa Rica, a un año y medio de haberse aprobado el reglamento de coberturas cambiarias, sigue sin arrancar el mercado, a pesar de que la incertidumbre y riesgo cambiarios siguen presentes. No obstante, según Capitales.com (2008), con la volatilidad experimentada en el tipo de cambio recientemente, y la relativa mayor amplitud de la banda, se espera darle mayor rentabilidad al mercado de coberturas y, por tanto, mayor demanda al instrumento.

Sobre estas evidencias y en este contexto, se plantea el problema de investigación para el artículo propuesto.

### **Naturaleza de las operaciones de comercio exterior**

Según Kozikowski (2000): “El comercio internacional de mercancías es la forma más antigua de negocios internacionales” (p.30).

El comercio de bienes y servicios es uno de los sistemas mediante los cuales los países se relacionan económicamente. Las autoridades de las naciones luchan con cuestiones sobre qué, cuánto y con quién deben importar y exportar. Sus políticas comerciales determinan qué productos pueden exportar las empresas a determinados países, y si permitirán que las importaciones compitan contra los bienes y servicios producidos domésticamente. Asimismo prestan atención a los términos de intercambio con otras naciones, es decir, a la relación entre el índice de precios (en dólares) de los productos que el país exporta y el índice de precios de los productos que importa pues, por ejemplo, un deterioro de los términos de intercambio implica que una nación tendrá que exportar un mayor volumen de productos para tener los recursos monetarios suficientes, para seguir importando lo mismo que antes.

No obstante, según Daniels, Radebaugh y Sullivan (2004) , sin importar cuáles sean las ventajas o condiciones que un país pueda obtener por medio del comercio internacional, este normalmente no empezará a menos que las empresas nacionales tengan ventajas competitivas que les permitan ser comerciantes viables, que tengan también una noción clara sobre las utilidades potenciales en las exportaciones e importaciones, y que perciban que las oportunidades internacionales pueden ser mayores que las domésticas.

Adicionalmente, existe una condición *sine qua non* para el desarrollo del comercio internacional: la existencia de mercados cambiarios que posibiliten la transferencia de fondos (o poder adquisitivo) en diversas monedas a través de las fronteras. Si un empresario costarricense, por ejemplo, quisiera adquirir una máquina japonesa, puede comprarla en colones pero necesita el poder adquisitivo en yenes. Sin ello, sólo sería posible el comercio de trueque, que es muy difícil de organizar y reduciría el comercio internacional a su escala mínima.

### **Tipos de cambio y convertibilidad de monedas en el comercio exterior**

Como es de sobra conocido, un tipo de cambio representa el número de unidades de una moneda que se requiere para adquirir otra (Kozikowski, 2000). Y la convertibilidad de una se refiere a la facilidad con que esta se puede intercambiar por otra moneda. Las totalmente convertibles como el dólar americano o el yen japonés son relativamente estables y fuertes y, por tanto, son las que los gobiernos permiten acumular como divisas, en contraposición con las que no son totalmente convertibles, como las de países en desarrollo (el colón costarricense en los mercados extranjeros) las usualmente llamadas “monedas exóticas”.

Técnicamente hablando, una divisa es la moneda de otro país libremente convertible en el mercado cambiario (Van Horne, 1997). Desde el punto de vista costarricense, el dólar norteamericano es una divisa. El peso cubano, en cambio, no lo es porque, aun cuando representa la moneda de otro país, no es libremente convertible en colones.

Por su parte, el mercado de divisas es el marco organizacional dentro del cual los bancos, empresas e individuos compran y venden monedas extranjeras (Sachs y Larraín, 1994). El mercado global de divisas, que es el más grande del mundo, también se conoce como mercado cambiario o *Forex*<sup>3</sup>. Como ya se mencionó, permite, entre otras funciones, transferir fondos entre países para permitir el comercio internacional. También proporciona instrumentos y métodos para financiar el comercio y las inversiones internacionales, y ofrece facilidades para la administración de riesgos (coberturas) y especulación. Esta última función es la más importante desde el punto de vista del volumen de las transacciones. Según Fabozzi, Modigliani y Ferri (1996), en su mayoría las transacciones en el mercado de divisas están relacionadas con el arbitraje, la especulación o la cobertura el riesgo cambiario.

En general, las transacciones de divisas se llevan a cabo en los departamentos internacionales de los bancos comerciales, mediante la compra y venta de divisas, el cobro y pago de dinero de transacciones de compradores y vendedores extranjeros, y la concesión de préstamos en moneda extranjera (Fabozzi et al, 1996). Las empresas usan este mercado para efectuar sus transacciones de importación y exportación, y para otras actividades comerciales financieras como la inversión extranjera directa (IED). Según Daniels et al (2004), como protección contra el riesgo, las transacciones de divisas pueden evitar una pérdida potencial debida a una modificación del tipo de cambio.

### Globalización, regímenes cambiarios y riesgos

La globalización como proceso de integración comercial entre países, ha tendido a crear un solo mercado mundial, en el que se comercian productos idénticos, producidos por empresas cuyo origen es difícil de determinar, por estar distribuidas sus operaciones en varias naciones alrededor del mundo. De igual forma, la globalización financiera ha resultado en un crecimiento exponencial en el volumen de transacciones diarias en los mercados financieros internacionales, aunque la mayor parte de ellas tiene poco que ver con el comercio internacional, y están más orientadas a fines especulativos o la cobertura de riesgo (Gitman 2003).

Lo anterior en razón de que, si bien las tendencias globalizadoras crean grandes oportunidades para el crecimiento y el progreso de los países, también aumentan los riesgos, y el principal de ellos, según Kozikowski (2000), es el cambiario, relacionado con la volatilidad de los tipos de cambio, particularmente en el régimen de tipos de cambio flotantes.

---

<sup>3</sup> Forex es la abreviación del nombre en inglés: *Foreign Exchange Market*

Por lo anterior, hoy día las empresas deben ser capaces de entender la forma en que los acontecimientos internacionales las afectan y qué medidas deben tomarse para evitar los peligros, y aprovechar las oportunidades que ofrecen los cambios en el entorno internacional.

Aun las empresas que trabajan dentro de las fronteras nacionales no escapan a los cambios en el entorno global. Por ejemplo, en nuestros días una apreciación de la moneda nacional (como ha ocurrido en Costa Rica) aumenta la competencia extranjera en el mercado interno. De igual forma, una política monetaria restrictiva en Estados Unidos aumenta las tasas de interés en dólares y, consecuentemente, los costos de financiamiento en Costa Rica. Todas las variables económicas sin excepción son influenciadas por los desarrollos en los mercados internacionales: tipos de cambio, tasas de interés, precios de las materias primas, etc.

La demanda de la moneda de un país (y su tipo de cambio) dependen de las demandas de los bienes y servicios y de los activos financieros de esa nación (Fabozzi et al, 1996). Si un país tiene éxito en los mercados internacionales para sus bienes y servicios y activos financieros, esto podría conllevar a un fortalecimiento del valor de su divisa (apreciación), pero ello podría crear a su vez problemas para los exportadores. Por ello, si ni las políticas económicas ni la intervención funcionan, los países pueden verse obligados a devaluar (o revaluar) sus monedas.

Otro ejemplo sería el caso cuando la tasa de inflación doméstica es mayor que la del país extranjero: en ese caso la moneda doméstica tendría que ser más débil que la de esa nación extranjera (caso del colón costarricense respecto al dólar americano) y así mantener la paridad entre los precios reales y los términos de intercambio entre los países.

Según Van Horne (1997), otros factores clave que afectan las variaciones del tipo de cambio son los de confianza y técnicos, como la publicación de estadísticas económicas acerca del desempeño de un país y su aparato productivo-comercial (industrias y empresas). Pero también, desde otra perspectiva, los tipos de cambio pueden influir en el abastecimiento de los recursos financieros, el envío de fondos a través de las fronteras y el informe de los resultados financieros.

#### Marco normativo nacional e internacional para los sistemas financieros

A continuación, una síntesis de los acuerdos internacionales que norman al sistema monetario internacional y de la normativa nacional fundamental, que resulta más relevante en materia de transacciones del mercado cambiario.

#### *Acuerdos en los Mercados Cambiarios Internacionales: Patrón Oro y Bretton Woods*

El Patrón Oro fue un acuerdo internacional por el cual se fijaba el valor de una divisa en términos de una determinada cantidad de oro. Según Eichengreen (2000) Suiza fue el último país en abandonarlo en 1998.

Tiempo después, de acuerdo con Daniels et al (2004), fueron los Acuerdos de Bretton Woods de 1944 los que establecieron las reglas para las relaciones comerciales y financieras entre los países más industrializados del mundo, mediante un sistema monetario internacional, con tipo de cambio sólido y estable fundado en el dominio del dólar y la libra esterlina. Al mantenerse fijo el precio de una moneda (el dólar), las demás naciones debían fijar el precio de sus monedas en relación con aquella, y de ser necesario, intervenir dentro de los mercados cambiarios, con el fin de mantener los tipos de cambio dentro de una banda de fluctuación del 1%. El sistema perduró hasta 1973, cuando se abolieron los tipos de cambio fijos entre los integrantes del acuerdo.

Actualmente el sistema financiero internacional está formado por las instituciones y regulaciones vigentes a escala mundial, y sus principales actores son el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, los bancos centrales y ministerios de Hacienda, y las instituciones privadas de nivel internacional (Sachs y Larraín, 1994).

A escala internacional, el sistema monetario se ha ajustado a las cambiantes condiciones de la economía mundial. Según Kozikowski (2000): “Durante los últimos 30 años el ritmo de los cambios [en el sistema monetario internacional] se aceleró considerablemente”. Y respecto a los regímenes cambiarios, el autor agrega: “...en un mundo que ha entrado en un proceso de cambio estructural profundo, la única opción es el sistema de tipos de cambio flexibles”.

Según Daniels et al (2004), en la actualidad la mayoría de los países tiene algún sistema de flotación controlada. Las autoridades monetarias no pretenden defender ningún nivel particular de tipo de cambio, pero intervienen en los mercados de divisas para suavizar las fluctuaciones especulativas de corto plazo.

Las monedas que flotan libremente responden a condiciones de oferta y demanda libres de la intervención gubernamental. En contraposición, bajo regímenes de tipo de cambio controlado, los gobiernos compran y venden en el mercado abierto de divisas como un medio para influir en el precio de su moneda (Kozikowski, 2000).

#### *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica*

En materia financiera y cambiaria, según el Artículo 2 de su ley orgánica, el Banco Central de Costa Rica: “...tendrá como principales objetivos, mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas...”

El Artículo 3 por su parte destaca, entre las funciones esenciales del Banco, el mantenimiento del valor externo y de la conversión de la moneda nacional, la custodia y la administración de las reservas monetarias internacionales, y la

definición y el manejo de la política monetaria y cambiaria. Más adelante, en el Artículo 49, la ley autoriza el pago en moneda extranjera de, entre otras: las operaciones y obligaciones directamente relacionadas con las transacciones de importación y exportación, las operaciones y obligaciones efectuadas en moneda extranjera con recursos provenientes del extranjero, y las captaciones y los préstamos en moneda extranjera.

Asimismo, en su Capítulo II, referido a Política Monetaria Financiera y Cambiaria, la ley faculta al Banco Central a utilizar ciertos instrumentos, como los recargos sobre bienes importados (Artículo 78), o un régimen cambiario restringido, o la obligatoriedad de la venta de divisas (Artículos 82 y 83, respectivamente), con carácter transitorio por períodos no superiores a 1 año, cuando la economía manifieste desequilibrios que no puedan controlarse o compensarse por otros medios.

Por otro lado, en la Sección VI sobre el Régimen Cambiario, la ley reconoce al Banco Central la potestad de definir el régimen aplicable a las transacciones cambiarias (Artículo 85), y al ente emisor y las entidades autorizadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras, la potestad de negociar divisas en el mercado cambiario (Artículo 86).

Por su parte, el Artículo 87 concede al Banco la potestad de intervenir en el mercado de divisas para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio, y llenar sus propias necesidades para la administración de reservas monetarias internacionales, en tanto que los Artículos 88, 89, 91, 95 y 97 regulan las posiciones en divisas de las entidades fiscalizadas, las transacciones del sector público no bancario, la liquidación y compra venta de divisas, respectivamente, así como el derecho del Banco Central a cobrar una comisión de participación sobre el diferencial cambiario.

Mención especial merecen el Artículo 90, que establece la potestad del Banco Central de regular las transacciones a futuro o a plazo y similares, y el Artículo 98 que, respecto a riesgos, establece que aquellos inherentes al incumplimiento de letras o contratos en divisas, o cualesquiera riesgos comerciales o bancarios, correrán por cuenta de las entidades autorizadas que hubiesen adquirido tales instrumentos.

#### *Políticas generales para administración de reservas monetarias internacionales en Costa Rica*

Interesa destacar de estas disposiciones su Artículo 30, del Capítulo IV sobre portafolio en dólares y coberturas cambiarias, que en cuanto a contrapartes para coberturas tipo *forward*, refiere que: “Para contratos *forward* sobre tipos de cambio, la contraparte deberá contar con calificación de corto plazo igual o superior a A-1, P-1, F-1 por parte de las agencias calificadoras de riesgo internacional *Standard & Poor’s*, *Moody’s Investor Services* y *Fitch*, respectivamente”.

Asimismo, en su Artículo 40, y respecto a contratos futuros, establece que su utilización será únicamente para la administración del riesgo del portafolio, específicamente para variar la duración y la exposición por país con respecto al *benchmark*. Y agrega, en su Artículo 41, una restricción para contratos *forwards*, que para el caso de gestores externos: "...no será permitida la negociación de contratos "*forward*" con contrapartes o afiliadas que pertenezcan al mismo grupo corporativo o financiero del gestor".

Lo anterior es relevante para posteriormente analizar el uso que los agentes económicos pueden dar a este tipo de instrumentos, y si las regulaciones vigentes los facultan para ello.

### Documentación y formalización tradicional de las operaciones de comercio exterior

#### ***Documentación de importaciones***

Los documentos de importación incluyen los necesarios para que la aduana libere el envío, y los que contienen información para la liquidación de aranceles y propósitos estadísticos (Daniels et al, 2004). Aunque varían de país en país, generalmente se requiere un manifiesto de entrada, una factura comercial y una lista de empaque. Entre otras cosas, los documentos especifican el puerto de entrada al que se destina la mercancía; información sobre el importador y el exportador, una descripción detallada de la mercancía; datos sobre el precio de compra y la moneda usada para la venta.

#### ***Documentación de exportaciones***

Según Gitman (2003), los documentos comerciales clave en las exportaciones son la factura proforma y la factura comercial, el conocimiento de embarque, la factura consular, el certificado de origen, la declaración de exportación del expedidor y la lista de empaque de exportación. Pero los documentos financieros no son menos importantes, por la necesidad intrínseca al comercio internacional de financiar las transacciones cuando la mercancía está en tránsito, puesto que el exportador no quiere embarcarla antes de recibir el pago y el importador no desea efectuar el pago antes de recibirla.

Para resolver ese dilema, según Kozikowski (2000), durante siglos se desarrolló un complejo sistema de documentos (entre los que se incluyen la carta de crédito, la letra de cambio, el conocimiento de embarque y la aceptación bancaria, entre otros), que garantiza el cumplimiento de contratos y, al mismo tiempo, proporciona el crédito, y que funciona eficientemente gracias al mercado cambiario global.

Para Van Horne (1997), los documentos clave para el comercio internacional son: "una orden de pago o giro; un conocimiento de embarque, que representa el movimiento físico de la mercancía; y una carta de crédito, que garantiza la solvencia del comprador" (p.740).

### ***El giro comercial***

Algunas veces llamado orden de pago, es simplemente una declaración escrita por el exportador, la cual ordena al importador que pague una cantidad específica de dinero en un tiempo establecido (Van Horne, 1997). Puede ser a la vista o a plazo. Si es a la vista y el importador no paga la cantidad especificada a la presentación del giro, incurre en incumplimiento. La reparación se alcanza con la carta de crédito.

### ***Conocimiento de embarque***

Documento que se utiliza en el transporte de mercancías del exportador al importador, y que sirve como recibo de la mercancía por parte del transportista al exportador; como contrato entre la compañía de transporte y el exportador, y como documento que acredita los derechos de propiedad (Van Horne, 1997). El importador no puede tener la propiedad sino hasta que reciba el conocimiento de embarque del transportista, y hasta que haya satisfecho todas las condiciones de la orden de pago.

### ***Cartas de crédito***

Son emitidas por un banco a favor del importador, cuando el banco ha acordado pagar un giro en nombre del importador, siempre que el conocimiento de embarque esté en orden. En el fondo, el banco sustituye la calidad crediticia del importador con la suya propia, por lo que es claro que no lo hará a menos que considere que el importador es solvente y que pagará el giro. De acuerdo con Kozikowski (2000), este documento casi elimina el riesgo del exportador en la venta de mercancías a un importador desconocido en otro país.

## **Instrumentos financieros tradicionales para transacciones de comercio exterior**

Además de los documentos utilizados para facilitar una operación estándar de comercio internacional, desde el punto de vista financiero, hay instrumentos más específicos para financiar el comercio.

### ***Contra comercio***

Un acuerdo de contra comercio tiene lugar cuando una de las partes acepta el pago en mercancías, no en dinero (Daniels et al, 2004). Cuando hay restricciones en el mercado de divisas u otras dificultades impiden su pago en divisas sólidas, como dólares, euros o yenes, puede ser necesario aceptar mercancías a cambio. Puede haber volatilidad en los precios, y aunque este método representa riesgos, existen asociaciones y asesores de contra comercio, y algo de infraestructura, que facilitan estas operaciones.

### ***Factoraje internacional***

El factoraje de exportaciones es como el conocido factoraje de cuentas por cobrar. En este caso, la entidad financiera (el factor) asume el riesgo de crédito, de modo que el exportador tiene la seguridad de recibir su pago. Los honorarios suelen andar en un 2% del valor del embarque. Según Sachs y Larraín (1994), con este

instrumento es posible obtener, antes de que se ejecuten las órdenes de pago, un anticipo en efectivo de hasta el 90% del valor del embarque.

***Descuento / confiscación***

Un exportador a quien se debe dinero, demostrado mediante un pagaré de mediano plazo, vende el pagaré a una institución financiera con un descuento, que refleja el tiempo que falta para el vencimiento del pagaré, así como el riesgo de crédito del girador (Daniels et al, 2004). Además de la tasa de interés implícita en el descuento, es común que el banco cargue honorarios por el compromiso. Una ventaja del descuento es que resulta relativamente rápido de arreglar, pues por lo general no requiere más de dos semanas.

## **Diferencias entre los regímenes de minidevaluaciones y bandas cambiarias**

### **Minidevaluaciones**

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (2002), el sistema de minidevaluaciones (conocido también como de paridad fija con flexibilidad):

...es un régimen cambiario que permite la depreciación o apreciación gradual del tipo de cambio. Algunos bancos centrales utilizan una fórmula que produce un cambio cuando se cumplen ciertas condiciones (Vg. la necesidad de ajuste por inflación), mientras que otros no usan una fórmula predefinida sino que modifican el tipo de cambio con frecuencia para desalentar especulaciones (p. 14-15).

Según el Banco Central de Costa Rica (Méndez, Mora, Prado y Solano, 2002), en el país se utilizó una modalidad del tipo “*forward looking*”, que es aquella en la que el tipo de cambio se ajusta a una tasa fija preanunciada y usualmente por debajo de los diferenciales proyectados de inflación. Lo anterior sobre la base del criterio de paridad del poder de compra, que según Kozikowski (2000) establece que: “los niveles de precios en todos los países deben ser iguales cuando se expresan en términos de la misma moneda” (p.258).

Bajo este régimen, el Banco Central de Costa Rica influía de manera directa e indirecta en el valor de la divisa, con el objetivo de que mantuviera un nivel real relativamente constante, con base en el mencionado criterio de paridad del poder de compra. Según Méndez et al. (2002), por ser las operaciones de divisas del sector privado costarricense fundamentalmente superavitarias, y por las disposiciones reglamentarias en materia cambiaria, las minidevaluaciones obligaban a la Autoridad Monetaria a absorber, al cierre de cada día, los excesos o cubrir los faltantes de divisas, con los consecuentes efectos sobre los medios de pago en la economía y las reservas monetarias internacionales.

En las minidevaluaciones, aunque el mercado determinaba el tipo de cambio, este se ajustaba mediante pequeñas y frecuentes variaciones, según las circunstancias cambiantes de la economía, tanto internas como externas, con la intervención activa del Banco Central; la que según Mora y Prado (2007) ocurría: “...mediante la regulación institucional, la influencia sobre la oferta y la demanda de colones y la compra y venta de divisas en el mercado electrónico en tiempo real (Mercado Organizado de Negociación Electrónica de Divisas, MONED)” (p.3)

Respecto a la eficacia del régimen de minidevaluaciones, Méndez et al. (2002) advierten que, para el 2002: “...la política muestra haber sido neutral en cuanto a la promoción del sector de bienes transables del país en los años noventa” (p. 19). Lo anterior se explica porque la pauta de ajuste cambiario logró compensar los diferenciales de inflación con el exterior, y contribuyó a mantener en niveles relativamente estables la competitividad con el exterior (aproximada bajo el enfoque de Paridad del Poder de Compra).

Como elemento a favor del régimen de minidevaluaciones, puede mencionarse la confianza que en los agentes económicos produjo el sistema en razón de su consistencia durante el tiempo que se mantuvo la política. Para Mora y Prado

(2007) esa confianza puede haber coadyuvado favorablemente al satisfactorio desempeño de las exportaciones y las inversiones extranjeras en el país, durante el período de más de 20 años, en que estuvo vigente el régimen.

En contraste, según Lizano (2005), dentro de las desventajas de las minidevaluaciones destacan: la limitación de la independencia monetaria (por estar subordinada a la política cambiaria), así como el propiciar procedimientos de incremento anticipado de precios con base en expectativas de devaluación, y dotar de discrecionalidad a la Autoridad Monetaria en la determinación de la pauta cambiaria.

Una pauta estable de devaluación genera certidumbre en cuanto a los rendimientos de las inversiones financieras en el país, y por ello estimula tanto el ingreso de capitales de corto plazo, como el endeudamiento en moneda extranjera (incluso de aquellos agentes que no generan divisas o con fuentes de ingreso en moneda local). La conjunción de factores de este tipo, según Méndez et al. (2002), hacía especialmente vulnerable a la economía nacional frente a los efectos desestabilizadores que ocasionan ingresos y egresos súbitos de capitales en búsqueda de rendimientos financieros, los cuales generan presiones en el mercado cambiario y en el monetario (por el compromiso del Banco Central con un determinado ritmo de devaluación). Al mismo tiempo, según los autores, el sistema incrementaba la vulnerabilidad de empresas, familias, Gobierno y del sector financiero ante elevaciones importantes del tipo de cambio, y condicionaba la toma de decisiones del Banco Central, por sus potenciales consecuencias sobre los balances de esos agentes económicos.

En conclusión, el régimen de minidevaluaciones hacía vulnerable al país, tanto a las crisis de balanza de pagos, originadas en ataques especulativos por pérdidas de confianza en que se pudiera mantener la pauta de devaluación, como a crisis bancarias, por la alta exposición del sistema financiero al riesgo cambiario.

### ***Bandas cambiarias***

Según Méndez et al.(2002), el esquema de banda cambiaria corresponde a un régimen de política cambiaria, en el que el Banco Central se compromete a mantener el tipo de cambio entre ciertos límites preestablecidos, dentro de los cuales se permite que la cotización de la moneda extranjera en el mercado mayorista fluctúe libremente. Así el Banco establece un límite superior (techo) y uno inferior (piso), e interviene vendiendo dólares si el tipo de cambio alcanza el techo, o comprándolos si alcanza el piso de la banda.

Entre las ventajas que autores como Mora y Prado (2007) le ven a este esquema cambiario, están las siguientes:

- Da autonomía a la política monetaria, siempre y cuando el precio de la divisa se sitúe dentro de la banda, con algún grado de libertad para afectar la demanda agregada.
- El tipo de cambio tiene más flexibilidad para responder a choques internos y externos, lo que reduce probables efectos adversos sobre asignación de recursos.

- Brinda estabilidad y ancla las expectativas cambiarias de mediano plazo, ya que la intervención de la banca central permite una menor variabilidad del tipo de cambio nominal, lo que da estabilidad al tipo de cambio real y a los precios internos.

- Desestimula los movimientos especulativos de capital, al generar mayor volatilidad del tipo de cambio, lo que introduce un mayor riesgo a las inversiones financieras externas de corto plazo, puesto que dificulta predecir el valor futuro de la divisa.

Como síntesis de las consideraciones de los técnicos del Banco Central de Costa Rica que los llevaron a proponer este nuevo régimen, Méndez et al. (2002) presentan lo siguiente:

El establecimiento de un régimen intermedio de bandas de amplitud reducida que se vayan ampliando bajo algún cronograma preanunciado, podría brindar la flexibilidad y credibilidad requerida para reducir la vulnerabilidad, y permitir una transición gradual de los agentes económicos hacia un sistema de variabilidad cambiaria limitada, ampliando el margen de acción de otras políticas pero manteniendo aún un ancla a las expectativas de inflación y de devaluación de naturaleza similar al que están acostumbrados los agentes económicos nacionales (p.24-25).

Casi 10 años después de iniciados los estudios y discusiones alrededor de la modificación del régimen cambiario de minidevaluaciones, finalmente 13 de octubre de 2006 la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica informó, mediante comunicado de prensa, sobre su acuerdo de modificar el esquema cambiario para adoptar un sistema de bandas cambiarias: “atendiendo a la necesidad de recuperar espacios de acción para el manejo de la política monetaria y ser más eficaz en la reducción de la tasa de inflación” (Banco Central de Costa Rica, 2006, p.1).

Como parte de esos acuerdos, la Junta Directiva del Banco Central también acordó y comunicó que para el 17 de octubre 2006, el tipo de cambio de intervención de compra (piso) arrancarían en quinientos catorce colones con setenta y ocho céntimos (¢514,78) por dólar y el tipo de cambio de intervención de venta (techo) en quinientos treinta colones con veintidós céntimos (¢530,22) por dólar; y que a partir de esa fecha, cada día hábil, el tipo de cambio de intervención de compra se incrementaría en 6 céntimos de colón y el tipo de cambio de intervención de venta, en 14 céntimos de colón.

Respecto a la operatividad del nuevo régimen, Mora y Prado (2007) recomendaron que el valor central y los límites de la banda guardasen concordancia con la trayectoria esperada del tipo de cambio real de equilibrio, i.e. aquel valor que genera un saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos sostenible en el largo plazo. Y respecto a la amplitud de las bandas, estos autores son de la idea que: “Estas deben ser lo suficientemente amplias para poder enfrentar choques externos e internos sin que provoquen efectos desestabilizadores importantes al interior de la economía y servir de desestímulo al ingreso de capitales especulativos; pero lo suficientemente estrechas como para evitar una variabilidad excesiva del tipo de cambio y controlar las expectativas inflacionarias” (p.9).

En la actualidad, bajo el nuevo sistema de bandas, al igual que sucedió bajo las minidevaluaciones, según el Reglamento para las Operaciones Cambiarias de Contado<sup>4</sup>, cada entidad autorizada puede establecer libremente su precio de compra y de venta al público para el dólar en ventanilla. Sin embargo, a diferencia de lo sucedido con el sistema anterior, el Banco Central no permite ahora cobrar comisiones adicionales sobre esos precios en ventanilla. Cada entidad debe publicar en forma visible los tipos de cambio vigentes e informarlos al Banco Central para su publicación en su sitio web, para que aquellos que requieren efectuar transacciones cambiarias, puedan consultar por Internet y buscar las mejores opciones de precio entre las entidades.

### ***Análisis del riesgo cambiario en operaciones de comercio exterior bajo un régimen de bandas cambiarias***

Aunque la volatilidad de los tipos de cambio no es algo nuevo en el mundo, según Riley (2006) su impacto, tanto en negocios pequeños como en los grandes, sí ha ganado relevancia en esta década. La participación en los mercados internacionales lleva implícito el riesgo de tipo de cambio.

Van Horne (1997) enfatiza que, además del peligro político que enfrentan las compañías con operaciones extranjeras (caso de las multinacionales en Venezuela y Bolivia, por ejemplo), el riesgo surge básicamente de las fluctuaciones en los tipos de cambio. El autor identifica tres tipos de exposición a este riesgo que deben tener presentes las empresas: el de traslado (o exposición por conversión contable según Mora y Prado, 2007), el riesgo en las transacciones (o exposición transaccional), y el económico (o exposición operativa).

Según Mora y Prado (2007), la exposición por conversión contable tiene que ver con las conversiones multimonedas que, ante fluctuaciones cambiarias, pueden afectar los estados de resultados, activos, pasivos y patrimonio de una empresa. Asimismo, que la exposición transaccional se relaciona con la liquidación de transacciones ante tipos de cambio volátiles, y por último, que la exposición operativa o económica se da cuando hay cambios en el valor presente de los flujos de efectivo operacionales esperados en el futuro, como resultado de variaciones en los precios o costos derivados de fluctuaciones cambiarias.

Por su parte, Flicker y Bline (1990) definen el riesgo cambiario por exposición transaccional como: “aquel que ocurre cuando una compañía tiene una cuenta por pagar (o cuenta por cobrar) denominada en moneda extranjera. El riesgo radica en la fluctuación del tipo de cambio de la divisa” (p. p.128-129). Por ejemplo, para el caso de un importador costarricense, si la divisa se aprecia antes del vencimiento del pasivo, el importador tendrá que pagar más colones para comprar las divisas necesarias para honrar su deuda, y experimentará por tanto una pérdida cambiaria. Lo contrario ocurrirá si la divisa se deprecia entre la fecha en que se incurre el pasivo y la fecha de su pago.

---

<sup>4</sup> Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica en agosto 2006 y actualizado al 28 de noviembre de 2007.

Riley (2006) coincide con lo anterior, aduciendo que cualquier compañía que comercie en un mercado exterior importando o exportando bienes o servicios, regularmente estará sujeta a las fluctuaciones monetarias, que ocurren entre el momento en que se coloca una orden y cuando se paga la factura.

Desde la óptica del financiamiento y la inversión, y en cuanto a riesgo cambiario por exposición operativa o económica, Fabozzi, Modigliani y Ferri (1996) opinan que: “Cualquier inversionista que compre un activo denominado en una divisa que no es el medio de cambio en el país del inversionista, enfrenta riesgo de tipo de cambio” (p.654). Por ejemplo, desde el punto de vista de un inversionista costarricense, el flujo de efectivo de sus activos denominados en una divisa (Vg. dólares), lo expondría a la incertidumbre del nivel real del flujo de efectivo que recibirá en colones, que dependerá del tipo de cambio entre el colón y el dólar al momento en que se reciba el flujo de efectivo en divisas y se cambie en colones.

### ***Bandas, riesgo cambiario y comercio exterior***

Según Gabourel (2006), la implementación del sistema de bandas cambiarias, que mostró en su inicio una tendencia hacia la sobrevaluación del colón: “...produjo incertidumbre y preocupación en las empresas exportadoras, porque las obligó a reestructurar sus métodos de toma de decisiones para mantener la competitividad de sus productos en el mercado internacional” (p.1)

Acuña (2007), cita al director de la División Económica del Banco Central de Costa Rica, cuando argumentaba que: “...entre más amplia la banda se hace más ruido a la economía y el riesgo allí puede restar competitividad a los exportadores, un sector importante en la economía nacional”.

Por su parte Montero (2006), respecto a la necesidad de crear procedimientos para la oferta de coberturas cambiarias, a raíz de la introducción del nuevo régimen cambiario en el país, advierte la pertinencia de la discusión, al reconocer que las coberturas permiten que una de las partes contratantes asuma el riesgo que la otra quiere evitar. En sus palabras, “...el negocio se celebra porque ambas partes obtienen un beneficio, ya sea porque lo que es riesgo para una de ellas no lo es para la otra, o bien, porque una de ellas cobra una comisión y luego traslada ese riesgo a otra u otras partes, a través del mercado financiero”.

Las diferentes fuentes consultadas coinciden en reconocer que el régimen de bandas cambiarias conlleva mayor volatilidad cambiaria (en relación con las minidevaluaciones), y por tanto, mayores riesgos. Por ello, si bajo las nuevas condiciones cambiarias, un importador desea asegurarse de que sus materias primas no le costarán más de lo que sus precios de venta pueden soportar; o si un exportador quiere garantizarse que recibirá la cantidad suficiente para cubrir sus costos, deberá hacer uso de nuevos instrumentos de cobertura cambiaria, que aunque, como se verá más adelante, no son nuevos en los mercados internacionales, según Acuña (2007) y Capitales.com (2008), aún no se han estrenado en el país.

## **Nuevos instrumentos financieros para coberturas cambiarias en operaciones de comercio exterior en Costa Rica**

De acuerdo con Brigham y Houston (2006), el comercio exterior (relaciones entre importadores y fabricantes extranjeros o exportadores y compradores externos) es una de las situaciones de cobertura natural, donde el riesgo agregado (por ejemplo de tipo de cambio, que es el que interesa en este artículo) puede disminuirse mediante transacciones con instrumentos derivados entre las contrapartes. Para ellos, los derivados son títulos cuyo valor depende (o se deriva) del precio de mercado de algún otro activo.

Respecto a los derivados, Fabozzi et. al (1996) los definen como: “aquellos contratos donde el poseedor del documento tiene la obligación o alternativa de comprar o vender un activo financiero en algún tiempo futuro; y donde el precio del contrato se deriva del precio del activo financiero subyacente” (p.12). Por su parte, Salas (2007) opina que: “Los derivados son los únicos [instrumentos] que transfieren el riesgo de quien lo tiene y no lo quiere, a quien lo quiere y no lo tiene” (p.5).

En los últimos años, según Brigham y Houston (2006) los mercados de derivados han registrado un crecimiento más rápido que cualquier otro, en parte porque, ante la globalización, han cobrado mucha importancia los mercados cambiarios y la necesidad de atenuar los riesgos de tipo de cambio debidos al comercio mundial. Estos autores vaticinan que las tendencias recientes, sin duda, continuarán si no es que se acelerarán, y necesariamente se recurrirá más a los derivados para administrar el riesgo, a pesar de que por ser instrumentos muy apalancados, un pequeño error de cálculo puede acarrear enormes pérdidas a quienes los utilicen. Según Ross et al (2000) de todas las empresas que usan derivados en Estados Unidos, un 88% los utiliza para administrar su exposición cambiaria por divisas extranjeras.

### ***Coberturas contra el riesgo***

Antes de que pueda haber una cobertura contra el riesgo, este debe ser identificado primero. Según Van Horne (1997): “...lo primero es determinar lo que es probable que suceda si cambia la situación subyacente. Después la idea de la cobertura es tomar una posición *opuesta* a la exposición, mediante contratos de futuros, contratos a plazo, opciones o *swaps*” (p.518)

Un agente económico tiene una posición abierta, si el resultado financiero de sus contratos depende del precio futuro de algún activo subyacente. Su posición es cubierta si el resultado final siempre es igual, independientemente de los precios futuros. Si un agente tiene una posición al contado *corta* en dólares (debe dólares por una importación) y el precio del dólar baja, obtendrá ganancias y si sube, sufrirá pérdidas. Cubrir una posición abierta al contado significa establecer una posición de

signo contrario a plazo. Para que la cobertura sea total, el monto y la fecha de las dos posiciones deben ser idénticos. Si la posición del agente económico en dólares es corta a algún plazo, para cubrirla establecerá una posición larga (que le deban dólares) al mismo plazo y por la misma cantidad.

En Costa Rica, desde junio de 2006 la Bolsa Nacional de Valores (BNV) comenzó a ofrecer coberturas cambiarias, para protegerse del riesgo ante una devaluación o apreciación del colón, en el contexto del sistema cambiario de bandas. Según reseña Acuña (2007), la idea de la BNV es que los exportadores, quienes reciben pagos en dólares pero tienen gastos en colones, o los importadores, quienes viven la situación inversa, puedan protegerse ante cambios abruptos de precio de la divisa norteamericana, mediante acuerdos entre las partes de recibir o pagar las transacciones a un tipo de cambio a futuro, fijado en una fecha previa.

Porque los contratos de cobertura permiten que una de las partes asuma el riesgo que la otra quiere evitar, según Montero (2006), son los bancos quienes tienen las mejores condiciones para ofrecer estos servicios, garantizando al cliente un tipo de cambio en una fecha futura. Para Capitales.com (2008), mediante las coberturas cambiarias se intenta que los usuarios del sistema financiero, tengan una herramienta para cubrir los riesgos por variaciones de tipo cambio que puedan darse en el momento en que el colón empiece a fluctuar (cosa que pareciera estar ocurriendo justo ahora en el segundo trimestre 2008).

De conformidad con el Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios<sup>5</sup>, en total existen en Costa Rica cinco operaciones autorizadas, que los agentes económicos pueden usar para protegerse contra movimientos adversos del tipo de cambio: los contratos a plazo, la permuta cambiaria, la permuta de monedas, los contratos a futuro y los contratos de diferencia.

### **Contratos a plazo (*forwards*)**

Según Kozikowski (2000), los contratos a plazo o *forwards* constituyen el instrumento de administración del riesgo cambiario más antiguo y más utilizado en las exportaciones e importaciones. Actualmente también pueden ser empleados como un instrumento de especulación. Estos contratos se transan en el mercado bancario (extrabursátil).

En general, en un contrato a plazo una parte acuerda comprar el subyacente y otra parte acuerda venderlo, por un precio específico en una fecha establecida en el futuro, generalmente a plazos de 30, 90 ó 180 días. La mayoría de los contratos a plazo tiene un vencimiento menor a 2 años. El monto del contrato usualmente rebasa un millón de dólares. Las partes contratantes pueden ser un banco y su cliente o dos bancos. En términos de plazo, monto y garantía, el *forward* es un contrato hecho a la medida.

---

<sup>5</sup> Aprobado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica mediante Numeral 1, Artículo 14, del Acta de la Sesión 5306-2006, celebrada el 22 de noviembre del 2006. Publicado en el diario oficial La Gaceta 238, del 12 de diciembre del 2006.

Los contratos a plazo pueden ser usados para cerrar una transacción en un cierto precio, que en el comercio exterior sería un valor predeterminado del tipo de cambio. Cerrando en una tasa y eliminando el riesgo inferior, el usuario renuncia a la oportunidad de beneficiarse de cualquier movimiento de tipo de cambio ventajoso.

Para los tipos de cambio, el mercado a plazo es el mercado de elección y el comerciar allí es mucho más común que hacerlo en las casas de bolsa (mercado bursátil). Sin embargo, como el mercado de tipos de cambio a plazo es un mercado interbancario, no hay disponibilidad al público de información confiable sobre la cantidad de contratos vigentes o de interés abierto en cualquier momento.

A pesar de lo anterior, Salas (2007) opina que alrededor de los *forwards* sí existe un mercado regulado y vigilado, y es allí donde participan compradores, vendedores, inversionistas y especuladores. Porque no por ser contratos hechos a la medida del cliente (o contraparte) y no ser contratos estándar, dejan de ser de cumplimiento obligatorio. Lo que sí es cierto es que el riesgo de contraparte y el riesgo de mercado son los más importantes en este tipo de instrumento.

En materia cambiaria, el Banco Central de Reserva del Perú (2007) define a las operaciones *forward* de moneda extranjera como: "...el acuerdo entre dos partes, por el cual dos agentes económicos se obligan a intercambiar, en una fecha futura establecida, un monto determinado de una moneda a cambio de otra, a un tipo de cambio futuro acordado y que refleja el diferencial de tasas" (p.1). Asimismo enfatiza que este tipo de operaciones no implica ningún desembolso sino hasta el vencimiento del contrato, que es cuando se exige el intercambio de monedas al tipo de cambio pactado.

El propósito del *forward* de divisas es administrar el riesgo en el que se incurre por los posibles efectos negativos de la volatilidad del tipo de cambio en el flujo esperado de ingresos de una empresa (por ejemplo, en el comercio exterior) o en el valor del portafolio de un inversionista (una administradora de fondos de pensiones que posee activos denominados en moneda extranjera). En tal sentido, el mercado de *forwards* de monedas permite que los agentes económicos se cubran del riesgo cambiario, lo que da mayor certeza a sus flujos.

Según Salas (2007) en un *forward* de divisas se debe definir: la fecha futura para la operación de compraventa, su importe (monto), el precio *forward* (al cual se realizará la operación), y su liquidación (la forma en que las partes transferirán los activos en la fecha futura). Por ser acuerdos entre dos partes cualesquiera se negocian en el mercado de mostrador o extrabursátil (conocido por sus siglas en inglés como OTC<sup>6</sup>).

Según sea su liquidación, el *forward* de divisas puede ser de cumplimiento efectivo (*Delivery Forward*) en el cual se entregan las divisas al vencimiento de la

---

<sup>6</sup> Corresponde a la abreviación de "*Over the counter*".

operación, según el tipo de cambio pactado; o de cumplimiento financiero o por compensación (*Non Delivery Forward – NDF*), en cuyo caso se calcula la diferencia entre la tasa de cambio del día del vencimiento y la pactada, para definir el monto por pagar.

Las transacciones se realizan normalmente bajo un contrato marco (*master agreement*), elaborado por asociaciones profesionales de los agentes que operan en el mercado financiero internacional, los que son ajustados a las normas de derecho del país que le resulten aplicables. Cada operación genera un contrato adicional donde se establecen, de común acuerdo, las condiciones especiales para dicha operación (Banco Central de Reserva del Perú, 2007).

Generalmente, las entidades bancarias son las que estructuran los contratos *forward* de compra o de venta, debido a su capacidad de asumir los riesgos de estas operaciones, asociados a la posibilidad de incumplimiento de la obligación pactada.

En este sentido, la banca tiene una posición privilegiada con respecto al cliente, dado que puede administrar riesgos de una manera más adecuada y realizar un adecuado calce de flujos para disminuir los riesgos, tomando la contraparte de las operaciones *forward* pactadas ya sea en el mercado *spot*<sup>7</sup> o en el mercado *forward*.

### **Permuta cambiaria (FX Swap)**

De acuerdo con la Reserva Federal (2000), un contrato de permuta financiera o *swap* es básicamente una serie de contratos a plazo (o *forwards*), todos con el mismo precio y cantidad de entrega. En materia cambiaria, para Fabozzi et al (1996), un *swap* de tipos de cambio, es simplemente un paquete de contratos a plazo de divisas.

Según Ross et al (2000), los *swaps* son arreglos entre dos contrapartes para intercambiar flujos de efectivo a través del tiempo. Por su parte, los *swaps* de divisas son intercambios de obligaciones, para pagar flujos de efectivo en una moneda por obligaciones para pagar en otra moneda. Surgen como un vehículo natural para cubrir el riesgo en el comercio internacional.

La permuta cambiaria, según el Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios, es el acuerdo entre las partes en el que se comprometen a intercambiar cierta cantidad de divisas, a un tipo de cambio acordado al inicio del contrato y a realizar transacciones a la inversa en una fecha futura, al tipo de cambio convenido. Son de cumplimiento efectivo (la liquidación se realiza con el intercambio efectivo de las monedas) y son muy utilizados para la gestión de liquidez en el muy corto plazo.

---

<sup>7</sup> El mercado *spot* es el mercado de transacciones en efectivo (de contado) en el cual se hace una entrega inmediata (y no futura) de los activos transados.

Se trata de, asimismo, un contrato en el cual dos partes acuerdan el intercambio de dos monedas diferentes a un precio pactado en la fecha del contrato; y acuerdan a su vez el intercambio inverso, en una fecha futura, de las mismas monedas a un precio (generalmente diferente al aplicado en la primera transacción) pactado desde el inicio del contrato.

Al igual que los *forwards* individuales, los *swaps* se negocian en el mercado OTC, y muchos tienen cero costo.

Según Kozikowski (2000), en los contratos *swap* lo más frecuente es que las dos partes sean bancos con necesidades de cobertura de naturaleza divergente. Estos acuerdos se utilizan para reducir el costo de financiamiento, cubrir los riesgos cambiarios y de tasas de interés y crear instrumentos sintéticos. Sus usuarios principales son las grandes instituciones financieras y empresas industriales, agencias gubernamentales y organizaciones internacionales. El monto de las transacciones es típicamente muy grande y puede llegar a miles de millones de dólares. Sus plazos son más largos que los de los *forward* directos.

De acuerdo con Fabozzi et al (1996), dentro de las diferentes modalidades de este tipo de contratos, está el *Swap-in* de dólares, donde la parte que contrata adquiere dólares por un tiempo a cambio de su moneda nacional (colones en el caso costarricense). Transcurrido el plazo, la parte debe devolver los dólares y recibir de vuelta los colones. Los dólares se compran al tipo de cambio *spot* y se venden al tipo de cambio *forward*, y por ello este tipo de transacción se llama *spot-forward*.

Adicionalmente, en la modalidad de *swap forward-forward*, o *swap* a doble plazo, la parte que contrata compra una divisa extranjera a un plazo para venderla a otro plazo. Esta particularidad es útil para amarrar hoy el resultado financiero de dos operaciones futuras en divisas.

Por último, con la modalidad *swap-out* de dólares, la parte que contrata ofrece dólares por algún tiempo a cambio de su moneda nacional. Transcurrido el plazo, tendrá que devolver colones y recibir dólares. Esta operación es equivalente a dos transacciones: venta de dólares al contado y compra de dólares a plazo.

### ***Permuta de monedas (Currency Swap)***

El citado reglamento sobre derivados cambiarios también contempla la permuta de monedas (*Currency Swap*) para operaciones de largo plazo, como un contrato en que las partes intercambian en una fecha concertada, dos montos de principal en diferentes monedas y hacen pagos regulares en la moneda recibida al inicio de acuerdo con una tasa de interés acordada previamente.

Según Fabozzi et al (1996), el *swap* de monedas es el contrato en el cual dos partes intercambian montos en dos monedas, a un tipo de cambio definido, en la

fecha del intercambio o inicio del contrato. A su vez se comprometen a intercambiar flujos de pagos de intereses en dos diferentes monedas por un periodo determinado. Las tasas de interés de estos flujos se establecen al momento del inicio del contrato, y hacen equivalente el valor presente de los flujos esperados. En la fecha de término del contrato se intercambian nuevamente los montos del principal de cada moneda.

De acuerdo con Van Horne (1997), en el *swap* de divisas dos partes intercambian obligaciones de deudas denominadas en diferentes monedas. Cada parte está de acuerdo de pagar la obligación de intereses de la otra. A su vencimiento, se intercambian las cantidades del principal, usualmente a un tipo de cambio acordado por adelantado.

### **Contratos de futuros (futures)**

Según Brigham y Houston (2006), los contratos de futuros se asemejan a los *forwards* pero mantienen tres diferencias clave respecto a aquellos: 1) los futuros están “marcados al mercado” en forma diaria, o sea que las ganancias y las pérdidas se registran diariamente, y por ello las contrapartes deben tener fondos suficientes en sus cuentas para cubrir eventuales pérdidas, lo que aminora mucho el riesgo de incumplimiento respecto a los *forwards*; 2) casi nunca se realiza la entrega física del activo en cuestión: las dos partes se limitan a repartirse el efectivo para cubrir la diferencia entre el precio contratado y el real a la fecha de vencimiento; 3) los futuros son instrumentos estandarizados que se negocian en las bolsas, en tanto que los *forwards* se negocian entre las dos contrapartes y no se intercambian una vez firmados.

Según Fabozzi et al (1996), los contratos de futuros de divisas, al igual que los *forwards*, no son un buen vehículo para cubrir la exposición al riesgo de los tipos de cambio a largo plazo, porque su mayor vencimiento es a un año.

El Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios puntualiza que, “...en los contratos de futuros de divisas, las partes negocian una determinada cantidad de divisas para liquidarlas en una fecha futura, en un contrato estandarizado que puede ser de cumplimiento financiero o efectivo” (p.2). El cumplimiento financiero allí referido se da cuando la liquidación se realiza intercambiando únicamente el diferencial entre el valor de liquidación (originado por el tipo de cambio del día de liquidación) y la obligación acumulada en el contrato (originado por el tipo de cambio pactado en el contrato).

De acuerdo con la Reserva Federal (2000), un contrato de futuros es similar a un contrato *forward*, pero transado en un mercado organizado bajo términos contractuales estandarizados, incluyendo su fecha de vencimiento y cantidad. Los futuros están sujetos a cierres diarios para limitar la exposición de crédito: cada día el margen de variación del valor actual del contrato se añade o se sustrae de la cuenta del propietario, llevando por tanto el valor del contrato a cero.

### **Contratos de diferencia**

De conformidad con el reglamento de derivados cambiarios de Costa Rica, los contratos de diferencia son de naturaleza bursátil, en los que las partes se comprometen a liquidar en una fecha futura el monto equivalente a la diferencia entre el valor de compra en otra moneda (a un tipo de cambio acordado) y el valor de venta de un activo financiero (que se liquida al tipo de cambio vigente a la fecha de entrega).

Según Kozikowski (2000), los contratos de diferencia son un producto derivado, sin fecha de vencimiento, sin liquidación diaria, y que única y exclusivamente dependen del precio del subyacente, no de otras variables fuera del control de la contraparte, como puede ser la volatilidad cambiaria.

Según Roy González, gerente general del Banco Central de Costa Rica: "...dado que este producto está más orientado a inversionistas más sofisticados, los contratos de diferencia serán ofrecidos por los puestos de bolsa" (Siu, 2008)

### **Otros instrumentos de cobertura cambiaria**

#### *Contratos de opciones sobre tipos de cambio*

Para Brigham y Houston (2006), la opción es: "...un contrato que da a su tenedor el derecho de comprar (o vender) un activo a un precio preestablecido en cierto periodo de tiempo" (p.689).

Según la Reserva Federal (2000), el propietario de una opción tiene el derecho, pero no la obligación, de comprar (opción *call*) o vender (opción *put*) una cantidad fija del activo subyacente a un precio predeterminado, en una fecha predeterminada (la fecha de ejercicio). A diferencia de los *forwards*, *swaps* y futuros, que típicamente son de cero costo, las opciones pueden tener un costo inicial significativo o prima. Pero, al igual que otros instrumentos derivados, las opciones pueden usarse con propósitos de cobertura.

En contraste con un contrato de futuros o a plazo, una opción sobre tipo de cambio da al comprador la oportunidad de beneficiarse de movimientos de tipo de cambio favorables, pero establece una pérdida cambiaria máxima (Fabozzi et al, 1996).

Por ejemplo, una empresa que procure protección contra movimientos del tipo de cambio adversos, puede entrar en un contrato de opción para intercambiar una cantidad en moneda en una fecha futura, si el tipo de cambio se mueve más allá del precio de ejercicio<sup>8</sup> (Reserva Federal, 2000).

Existen dos clases de opciones sobre tipos de cambio: las opciones sobre divisas y opciones de futuros. Las últimas son para participar dentro de contratos

---

<sup>8</sup> En inglés se conoce como el "*strike price*", y es el precio en el cual se puede ejercer la opción según lo convenido.

de futuros de tipos de cambio. Por su parte, las opciones sobre divisas pueden ser del tipo americano, que permiten ejercer la opción en cualquier momento de su vida (incluyendo la fecha de vencimiento); o del tipo europeo, que admite ejercer sólo en la fecha de expiración.

#### *Préstamos paralelos (Back-to-Back)*

Los *back to back* surgieron primero como un instrumento para evadir los controles cambiarios y, después, para reducir el costo de fondeo. Un *swap* no es otra cosa que un *back to back loan* que se efectúa mediante un intermediario: *swap dealer*.

La bibliografía especializada en los instrumentos derivados reconoce otro tipo de derivados como los pagarés estructurados o los flotadores inversos, que aunque son comunes hoy día para ciertas operaciones, por su naturaleza no son usados para coberturas cambiarias.

### **Requisitos de mercado y otras condiciones necesarias para el uso de coberturas cambiarias en Costa Rica**

Jiménez y Vindas (1996) definen un mercado financiero como el mercado en el cual los activos financieros son transados o bien comercializados; como el procedimiento para determinar los precios o retornos de los activos financieros, que les crea un entorno de liquidez y reduce los costos de búsqueda de contrapartida y de información.

Todos los mercados financieros se dividen en dos segmentos: mercados organizados (bursátiles) y mercados sobre el mostrador (extrabursátiles). Este último segmento es conocido por sus siglas en inglés como OTC (*Over the counter*). En los mercados organizados, los contratos son estandarizados y su integridad es garantizada por alguna agencia de bolsa (por ejemplo, la caja de compensación). En los mercados OTC, los contratos están hechos a la medida (de acuerdo con las necesidades del cliente) y las salvaguardias que aseguran su cumplimiento dependen de la relación entre las partes contratantes.

Por la estructura de su organización, según Jiménez y Vindas (1996), los mercados financieros también se pueden clasificar como de: compulsiva a viva voz (subasta), interesados entre sí (OTC) y vinculados por terceros (intermediados).

a) Subasta: En este mercado todas las transacciones tienen lugar en este recinto centralizado, donde tanto compradores como vendedores, o sus agentes, llamados “brokers”, se pueden reunir para cambiar los derechos de sus clientes. Los *brokers* no pueden comprar ni vender por su propia cuenta, pero en pago a sus servicios reciben una comisión. El subastador en un mercado de este tipo es llamado “*market-maker*” o creador de mercado. Este puede o no comprar o vender por su propia cuenta.

Este mercado tiene instancias formales, aprobadas y reguladas por el Estado. Para poder operar o negociar acciones o títulos valores, debe ser socio de la Bolsa de Valores respectiva u operar por medio de un representante (Puesto de Bolsa).

b) Over The Counter (extrabursátil): Con los avances en la tecnología computacional, la facilidad física del recinto con actividades de comercio centralizado es innecesaria. En un mercado extrabursátil no existe un recinto de comercio centralizado, sino que se forma con los *dealers* que están tratando de vender o comprar el activo financiero de, o, para alguna contraparte, operando desde lugares geográficamente diferentes, relacionados y conectados por medio de sistemas informáticos mediante los cuales colocan sus ofertas de compra o sus precios de venta de valores.

c) Mercado intermediado: En contraste con los mercados de subasta y los OTC, se encuentra el intermediado, donde el intermediario financiero emite derechos financieros contra sí mismo, y con los fondos recibidos compra activos financieros.

El mercado en el cual un activo financiero es comercializado por entrega inmediata es llamado mercado *spot* o “caja”. Un mercado de futuros es en el que se comercian activos con entrega diferida. El de futuros respecto al mercado *spot* posee menores costos de transacción, mayor velocidad para perfeccionar las transacciones y liquidez, es el mercado descubridor de precios y estos se transmiten al *spot* por medio del arbitraje de tasa de interés.

### *Fallas de mercado*

Por su naturaleza, en los mercados financieros no se entregan los “bienes comercializados” como sí ocurre en el mercado de bienes y servicios. Más bien se caracterizan porque en una transacción financiera, el comprador recibe una obligación de pago en cierta fecha futura y, por tanto, aquella se sustenta en la confianza que tiene el inversionista de que la obligación será cumplida.

Es por esta razón que, según Sachs y Larraín (1994), los mercados financieros son susceptibles a una amplia variedad de males como fraudes y pánicos, que no son tan frecuentes en otros mercados. Por ello los países están conscientes de la necesidad de su firme regulación.

En materia de mercados financieros, de acuerdo con Fabozzi et al (1996), un mercado perfecto resulta cuando el número de compradores y vendedores es lo suficientemente grande, y todos los participantes son también pequeños en relación con el mercado, para que ningún intermediario pueda influenciar el precio de la negociación. En consecuencia, todos los compradores y vendedores son tomadores de precios, y el precio de mercado es determinado donde hay igualdad en la oferta y la demanda. Esta condición es más probable que se satisfaga si el producto comercializado es más homogéneo. Pero se acerca más a un mercado perfecto cuando los agentes son tomadores de precios. Para ello, se requiere que no existan costos de transacción o impedimentos (conocidos en la jerga económica como fricciones) que interfieran con la oferta y la demanda de productos financieros.

En el caso de los mercados financieros, las fricciones incluirían:

- Comisiones cargadas por los corredores
- Diferencias oferta-demanda cargadas por los agentes
- Cargos por manejo de orden y de compensación
- Impuestos (a ganancias de capital por ejemplo) y comisiones de transferencia establecidos por el Gobierno
- Costos de adquisición de información sobre el activo financiero
- Restricciones de negocios, tales como las impuestas a la bolsa sobre el tamaño de una posición en el activo financiero, que un comprador o vendedor puede tomar
- Restricciones a hacedores de mercado
- Interrupciones a la negociación que pueden ser impuestas por reglamentadores donde el activo financiero es comercializado

#### *Eficiencia operativa y eficiencia de precios*

De acuerdo con Sachs y Larraín (1994), en un mercado eficiente operacionalmente, los agentes económicos pueden obtener servicios de transacción lo más barato posible, dados los costos asociados con la facilitación de esos servicios. Es decir, que el mercado ofrece a los participantes servicios razonables de precios relacionados con la compra y venta de activos financieros. En contraste, la eficiencia de los precios se refiere a un mercado, donde los precios reflejan en todo momento la información disponible y aplicable para la evaluación de los valores: la información aplicable al título valor es rápidamente incorporada dentro del precio de los títulos.

Se argumenta también, (Jiménez y Vindas, 1996), que en los mercados financieros y de futuros puede haber ineficiencia por la imposibilidad de cumplir la función de descubridor de precios y reasignador de riesgos; por la poca capacidad de responder a las necesidades de innovación que conducen al desarrollo y aprobación de nuevos contratos e instrumentos; o por la ineficiencia en el procedimiento de las transacciones asociada a costos de intermediación y de regulación altos. Esto se soluciona, según los autores, en el tanto los mercados de futuros sean más líquidos; si se aumenta la competencia y el volumen de las operaciones de mercado (costos bajos); y si la prima de riesgo futuro refleja adecuadamente la información a que se tiene acceso en el mercado en cuanto a volatilidad.

#### *Mercados y activos financieros*

En estos mercados existe una gran variedad de activos financieros (acciones, bonos, opciones) y por ello no hay una única tasa de interés o de retorno aunque sí un conjunto de retornos sobre los activos. Se caracterizan también por la existencia de muchas clases de intermediarios financieros, entre ellos, bancos, fondos mutuos

y compañías de seguro, los que captan ahorros tanto de las familias como de las empresas y los reinvierten en activos financieros.

Según Fabozzi et al (1996): “Aunque la existencia de un mercado financiero no es una condición necesaria para la creación y el intercambio de un activo financiero, en la mayoría de las economías los activos financieros se crean y posteriormente se comercian en algún tipo de mercado financiero” (p.5).

Los activos financieros, por su parte, tienen dos funciones económicas principales: a) la transferencia de fondos de aquellos que tienen un excedente para invertir, hacia aquellos que los necesitan para invertirlos en activos tangibles; y b) transferir fondos en forma tal que se redistribuya, entre aquellos que buscan y aquellos que proporcionan los fondos, el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo generado por los activos tangibles. Y los mercados financieros proporcionan tres funciones económicas adicionales: habilitan el proceso de fijación de precio (definición de precio y rendimiento requerido del activo por interacción de compradores y vendedores), proporcionan liquidez (facilitando procedimientos para que el inversionista venda un activo financiero), y reducen el costo de las transacciones (mediante la reducción de los costos de búsqueda y de información).

Dentro de los activos financieros, los contratos con instrumentos derivados proporcionan a los emisores e inversionistas una forma barata para controlar algunos riesgos mayores.

Los mercados derivados pueden tener al menos tres ventajas sobre los correspondientes mercados en efectivo (*spot*) para el mismo activo financiero: logran reducir el costo de una transacción para ajustar la exposición al riesgo de la cartera de un inversionistas a una nueva información económica; pueden acelerar las transacciones; y consiguen absorber una mayor transacción en dólares sin un efecto adverso sobre el precio del instrumento derivado: el mercado derivado puede ser más líquido que el *spot*.

Los instrumentos derivados juegan un papel crítico en los mercados financieros globales. Pero de acuerdo con Fabozzi et al (1996), desafortunadamente el público en general y algunas veces los reglamentadores y cuerpos legislativos ven con frecuencia los mercados derivados como vehículos para la especulación pura (i.e. juego legalizado). Pero sin los instrumentos derivados y los mercados donde se comercian, los sistemas financieros a lo largo del mundo no estarían tan integrados como lo están actualmente.

### *Mercados derivados y riesgo cambiario*

Recuérdese que el riesgo cambiario está asociado directamente con la variación en el tipo de cambio. Sin embargo, según Jiménez y Vindas (1996), en una economía en la cual los agentes económicos, gracias a los mercados financieros, tienen la posibilidad de invertir sus recursos tanto en moneda local como extranjera, el efecto cambiario depende de la moneda en la cual se realizó la transacción, y de si se utilizó o no una cobertura.

Según Kozikowski (2000), los instrumentos derivados [de cobertura] constituyen más del 50% de los contratos en el mercado global de divisas. En 2000, el mercado al contado representaba el 47% del total. El restante 53% se repartía entre los cuatro instrumentos derivados: los contratos a plazo (incluyendo los *swap*) participaban con 46%, los contratos a futuro 1% y las opciones 5%.

#### *Mercados de forwards y futuros*

Los contratos *forward* pertenecen al segmento extrabursátil del mercado. Los contratos a futuro (*futures*) representan el segmento organizado (bursátil). Aun cuando el volumen de las transacciones es mayor en el mercado extrabursátil, los mercados organizados, al ser más transparentes, desempeñan un papel fundamental en la formación de los precios.

Por su parte, los mercados de futuros tienen como función económica básica proporcionar a los participantes de mercado, una oportunidad para protegerse contra el riesgo de movimientos de precio adversos. Aunque numerosos contratos de futuros obtienen la aprobación para comerciar, solamente aquellos que provocan el interés del inversionista y sirven a sus necesidades, han tenido éxito.

Una característica importante de estos mercados es la existencia de una *cámara de compensación*, que está asociada con todas las casas de bolsa de futuros y, entre otras, tiene la función de garantizar que las dos partes de la transacción actúen según les corresponde. Cuando alguien toma una posición en el mercado de futuros, la cámara toma la posición opuesta y se encarga del problema de satisfacer los términos establecidos en el contrato. Debido a esa entidad, las dos partes no necesitan preocuparse sobre la integridad y fuerza financiera de la parte que toma el lado opuesto en el contrato. Por tanto, las dos partes están entonces libres de liquidar sus posiciones, sin comprometer a la otra en el contrato original, y sin preocupación de que pueda fallar. Y les permite también el desenvolvimiento de sus posiciones antes de la fecha de liquidación.

#### *Mercados de swaps*

Si en el mercado financiero global, no existieran imperfecciones de mercado debido a las reglamentaciones, impuestos y costos de transacciones, el costo de un empréstito debería ser el mismo con recursos nacionales que en cualquier mercado de capital extranjero. Sin embargo, en el mundo real con imperfecciones de mercado, un emisor puede reducir sus costos de empréstito pidiendo prestado en una moneda extranjera (divisa) y protegiéndose del riesgo de tipo de cambio asociado (con instrumentos de cobertura). Esto es lo que se entiende como una oportunidad de arbitraje, cuya capitalización hace posible para el prestatario el contrato de *swap* de tipo de cambio.

Respecto de los reglamentos para operaciones cambiarias emitidos por el Banco Central en razón del nuevo régimen, a saber el de “Operaciones Cambiarias de Contado”<sup>9</sup> y el de “Operaciones con Derivados Cambiaros”<sup>10</sup>, según Leitón

---

<sup>9</sup> Publicado en el diario oficial La Gaceta 179, del 19 de septiembre del 2006

(2008), la Cámara de Bancos e Instituciones Financieras de Costa Rica únicamente objetó una disposición en el reglamento de derivados, la cual advierte que los bancos o entidades que quieran ofrecer instrumentos de protección de riesgo cambiario, deberán tener operadores, certificados por una institución certificadora, y en Costa Rica no existe tal entidad. La Asociación Bancaria Costarricense comentó que el desarrollo de derivados financieros tiene que contar con un mercado *spot* (los precios son los que rigen en el momento de la transacción) y un mercado de dinero más desarrollado, los cuales deben encontrarse debidamente relacionados.

De conformidad con los reglamentos citados, la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF) es la encargada de supervisar las operaciones con este tipo de productos, mientras que sus supervisados (bancos y financieras, entre otros) serán los organismos autorizados para ofrecerlos.

Habiendo enfatizado y ahondado en la relevancia y utilidad de los derivados como instrumentos de cobertura del riesgo cambiario, y de los mercados en que se transan, interesa revisar a esta altura qué se requiere para que tales instrumentos sean efectivamente demandados y ofrecidos en el sistema financiero costarricense.

¿Qué características deben estar presentes para hacer factible la oferta y utilización de tales instrumentos?

### ***Retos para el sector financiero, empresarial y de gobierno***

Como ya se ha visto, por la volatilidad en el tipo de cambio que debería ocurrir bajo el nuevo régimen de bandas cambiarias, es necesario que los agentes económicos cuenten con métodos de cobertura del riesgo de variación. No obstante, para diversos analistas la evolución de las coberturas dependerá de la volatilidad que se observe dentro de la banda, efecto que aun no se ha producido de forma continua. Más bien, el tipo de cambio ha avanzado muy cerca del piso que fijó la autoridad monetaria.

Según los resultados de la encuesta denominada “Inteligencia financiera”, llevada a cabo por el semanario *El Financiero*, en abril recién pasado, y que fueron presentados por Delgado (2008), la mayoría de los economistas costarricenses consultados, sugiere darle más tiempo al esquema cambiario para que empiece a funcionar, es decir, para que el tipo de cambio fluctúe entre las bandas acorde con las fuerzas de mercado.

Casi un 80% de los consultados consideró que la información brindada por el Banco Central sobre la transición a este nuevo esquema cambiario, no ha sido suficiente, clara ni oportuna. Algunos puntualizan que la menor cantidad de dólares que ingresarían al país (por la caída en las exportaciones y menor inversión extranjera) implicaría que el colón podría devaluarse respecto al dólar en el transcurso del año. Sin embargo, la mayoría cree que el tipo de cambio seguirá bajando (i.e. el colón seguirá apreciándose).

---

<sup>10</sup> Publicado en el diario oficial *La Gaceta* 238, del 12 de diciembre del 2006

Entonces, según Delgado (2008): "...a los exportadores, importadores, inversionistas y deudores que tienen operaciones en dólares, la encuesta les está diciendo que deberán seguir alertas a lo que suceda con el tipo de cambio en el mercado, pues no está claro cuándo se llegará al precio de equilibrio" (p.4)

Como en 18 meses que tienen las bandas de estar funcionando, el tipo de cambio se ha pegado la mayor parte del tiempo al piso de la banda, el Banco Central ha estado obligado a comprar más divisas, inyectando en consecuencia más colones a la economía, lo que eventualmente genera presiones inflacionarias. Por ello las reservas monetarias internacionales están por romper la barrera histórica de los \$5.000 millones, y el 54% de los economistas consultados por El Financiero considera que la política económica del Banco Central es incorrecta, y que el control de la inflación se le salió de las manos.

Lo anterior también porque el Central decidió, en enero anterior, bajar las tasas de interés por segunda ocasión para evitar la entrada de capital especulativo y mermar su compra de divisas (algo que todavía no ocurre). Por tanto, los economistas en su mayoría concuerdan con que el nivel de las tasas de interés en el país es incorrecto, pues no concuerda con los niveles de inflación.

Para Danilo Montero, ex superintendente general de Valores, lo anterior es muy relevante porque, en su opinión, la ciencia de las coberturas está precisamente en las tasas de interés de las dos monedas comprometidas. Si están adecuadamente formadas las tasas, reflejan lo que estamos dispuestos hoy, a pagar o a recibir por una suma de dinero en el futuro (3, 6 ó 9 meses), o lo que estamos dispuestos a pagar o a recibir, dentro de 3 meses, por una suma colocada a un mes (Montero 2006). Por ello, según el autor, la principal condición para el desarrollo de un mercado de coberturas o derivados en general, es contar con un mercado de contado (o *spot*) líquido y profundo.

Países como México, España y Brasil cuentan con mercados de derivados porque tomaron, años atrás, decisiones vitales para crear tal clase de mercados líquidos. Para ello, por ejemplo, estandarizaron sus títulos de deuda pública, adoptaron modernos y estrictos esquemas para subastar esos valores, y echaron mano a figuras como los creadores de mercado, de manera que se consolidara un proceso de formación de precios robusto, creíble y barato. Luego de varios años de seriedad y disciplina, estos países pudieron contar con las condiciones necesarias para mostrar los mercados de derivados y coberturas actuales.

Por lo anterior, el autor opina que Costa Rica tiene aun un camino muy largo por recorrer. Citado por Leal (2006), el ex jerarca de la Superintendencia General de Valores, argumentó que aunque actualmente ya se pueden aplicar en el país los instrumentos de cobertura cambiaria, aún existen en una versión muy rudimentaria, con múltiples limitaciones en plazos y con costos muy elevados. Que para su aplicación es necesaria la implementación de medidas previas, como el desarrollo de la figura de "creadores de mercado", y el mejoramiento del proceso de formación de los precios de los bonos.

En contraposición, el presidente del BCCR, Francisco de Paula Gutiérrez, citado por Leal (2006) ha advertido que:

“Nosotros creemos que esos mercados de liquidez deben desarrollarse, pero que también la gente debería tener la oportunidad de hacer compras en un mercado a futuro de dólares y en el tanto que se desarrolle ese mercado, también vamos a tener un mecanismo para hacer arbitrajes y entonces funcionarán mejor los mercados de liquidez” (p.1).

Zúñiga (2008), por su parte, considera que, dadas las dificultades para pasar de un régimen de minidevaluaciones a uno flexible, el enfoque de transición paulatina ensayado ha permitido al sector privado prepararse para el nuevo entorno y reducir la exposición cambiaria. Como evidencia puntualiza la significativa colonización de ahorros y créditos en el sistema financiero, así como la reducción de la posición externa neta positiva en algunos bancos comerciales.

Teóricamente, en la actualidad el tipo de cambio podría fluctuar entre un mínimo de ₡491,61 y un máximo de ₡569,61 por dólar (16% de ancho de banda); lo cual podría generar riesgos potenciales muy significativos.

Para mejorar la eficacia del régimen cambiario y las operaciones de derivados, según Zúñiga (2008), es necesario proseguir con esfuerzos adicionales: desarrollar y hacer más líquido el mercado monetario y de divisas; regular la intervención del Banco Central en el mercado de divisas; aumentar la transparencia del mercado; brindar más información sobre fuentes y usos, así como sobre la balanza de pagos; y analizar y gestionar la exposición al riesgo cambiario. Cada uno de estos factores es de suma relevancia en la realidad costarricense, porque según el autor: “...La carencia de algunos de ellos imposibilitó en el pasado el desarrollo de instrumentos de cobertura de tasas de interés” (p.1).

En opinión del director de la División Económica del BCCR, Jorge Madrigal, para el desarrollo de las coberturas hay dos factores relacionados con el tema de la banda que se deben tomar en cuenta: la volatilidad que puede tener el tipo de cambio y las expectativas de la gente. Según proyecciones del Central, con el nuevo esquema de deslizamiento de la banda (₡0,11 diarios el techo) se esperaba que al final de 2007 aquella tuviera una amplitud de 9%, y como consecuencia, ese ya sería un margen bastante más rentable para un mercado de coberturas (Acuña 2007). Sin embargo, la realidad no corroboró esa hipótesis, porque a pesar de la comprobada mayor amplitud de la banda (16%), a mayo 2008 siguen sin utilizarse las coberturas autorizadas.

Respecto a los avances del nuevo régimen, de acuerdo con *Capitales.com* (2008-3) luego de los aumentos en el valor del tipo de cambio de compra en ventanilla, realizados por el Banco Nacional y el Banco de Costa Rica el 7 de mayo, se esperaba que el precio del colón se cotizara dentro de las bandas cambiarias. Al día siguiente, efectivamente, y por primera vez desde la instalación del nuevo sistema cambiario, el tipo de cambio de referencia -que es el promedio del valor comercial de la moneda- quedó dentro de las bandas.

A pesar de lo anterior, recientemente en el semanario *El Financiero*, Delgado (2008-2) informa que los banqueros siguen aconsejando a sus clientes prudencia,

pues no están convencidos de que la tendencia al alza del dólar se mantenga en el corto plazo. Según él: "Otros banqueros y analistas creen que el dólar subió más de lo que debía y por ello debe bajar un poco. Pero hay un grupo para el que la divisa volvería al precio que tenía hasta hace dos semanas, pues lo que ocurrió fue un ataque de pánico" (p.16).

Según Captales.com (2008-2), la alta demanda por dólares y la poca disponibilidad de estos en instituciones del sector financiero, fue el detonante para el inicio del movimiento del tipo de cambio dentro de las bandas. Esas volatilidades responden a necesidades del mercado respecto a la adquisición de dólares, lo que antes no se había reflejado, por lo que se da en principio una sobre reacción del tipo de cambio que posteriormente iría convergiendo a una estabilidad.

Según Gerardo Corrales, gerente general del BAC San José, citado por Delgado (2008-2), la estabilidad del precio de la divisa parece una tarea complicada, pues "...en un mercado tan pequeño como este, el movimiento de un participante de gran tamaño (como el Banco Nacional) arrastra al resto de las entidades como ocurrió el pasado 7 de mayo" (p.16).

Para algunos críticos como Renso Céspedes, especialista en comercio, el procedimiento que el Banco Central utiliza actualmente para establecer el tipo de cambio, afecta de manera directa a los productores y exportadores: "...el ambiente de especulación y lo impredecible del tipo de cambio real en el mercado se vuelve un serio problema para las actividades productivas, sobre todo para las agropecuarias que están reguladas" (Captales.com, 2008).

Por lo anterior, algunos expertos como Leiner Vargas, de la Universidad Nacional, recomiendan realizar modificaciones o cambiar el modelo actual. Él considera que se debe ampliar la banda y dejarla flotar, o volver al método de devaluación controlada, porque "...el BCCR en un proceso gradual no ha encontrado el punto de equilibrio, y esto afecta las condiciones y las expectativas de las entidades económicas". (Captales.com, 2008, p.1)

Queda mucho por hacer, pero la necesidad de coberturas sigue siendo una realidad en Costa Rica.

## **Conclusiones**

### Respecto al comercio exterior y los regímenes cambiarios

El comercio de bienes y servicios es uno de los medios por los cuales los países se relacionan económicamente. Una condición *sine qua non* para su desarrollo es la existencia de mercados cambiarios que permitan la transferencia de fondos (o poder adquisitivo) en diversas monedas a través de las fronteras.

El mercado de divisas es el marco organizacional dentro del cual los bancos, empresas e individuos compran y venden monedas extranjeras. Entre otras funciones, proporciona instrumentos y métodos para financiar el comercio y las inversiones internacionales, y ofrece facilidades para la administración de riesgos (coberturas) y especulación.

La globalización comercial y financiera ha resultado en un crecimiento exponencial en el volumen de transacciones diarias en los mercados financieros, donde la mayor parte de ellas se da con fines especulativos o de cobertura de riesgos. Los riesgos también aumentan con la globalización, y el principal de ellos es el riesgo cambiario, relacionado con la volatilidad de los tipos de cambio, particularmente en el régimen de tipos de cambio flotantes.

En la actualidad, la mayoría de los países tiene regímenes cambiarios del tipo de flotación controlada, donde no se defiende ningún nivel particular de tipo de cambio, pero las autoridades intervienen en los mercados de divisas para suavizar las fluctuaciones especulativas de corto plazo.

En Costa Rica la normativa establece como funciones del Banco Central, el mantenimiento del valor y la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas, así como la custodia y administración de las reservas monetarias internacionales, y la definición y manejo de la política monetaria y cambiaria. Asimismo, le asigna la potestad de definir el régimen aplicable a las transacciones cambiarias, de intervenir en el mercado de divisas para evitar fluctuaciones violentas del tipo de cambio y llenar sus propias necesidades para la administración de reservas, y de regular las transacciones a futuro o a plazo.

Bajo el régimen de minidevaluaciones, el Banco Central influía de manera directa e indirecta en el valor de la divisa, con el objetivo de que mantuviera un nivel real relativamente constante. Aunque el mercado determinaba el tipo de cambio, este se ajustaba mediante pequeñas y frecuentes variaciones, según las circunstancias cambiantes de la economía, tanto internas como externas.

A favor de las minidevaluaciones se puede argumentar que, en razón de su consistencia, produjeron confianza en los agentes económicos y eso pudo haber coadyuvado al satisfactorio desempeño de las exportaciones e inversiones extranjeras durante más de 20 años. Pero por otro lado, su utilización produjo limitaciones a la política monetaria, propició procedimientos para el incremento anticipado de precios por expectativas de devaluación, y concedió demasiada discrecionalidad a las autoridades respecto a la pauta cambiaria. Además estimuló el ingreso de capitales especulativos de corto plazo y el endeudamiento en moneda

extranjera, lo que hizo particularmente vulnerable a la economía nacional (empresas, familias, Gobierno y sector financiero) a las variaciones inesperadas del tipo de cambio.

En contraste, bajo el sistema de bandas cambiarias, que entró a regir en octubre 2006, el Banco Central se compromete a mantener el tipo de cambio entre ciertos límites preestablecidos (techo y piso de la banda), dentro de los cuales se permite que fluctúe libremente. El Banco interviene vendiendo dólares si el tipo de cambio alcanza el techo, o comprándolos si alcanza el piso de la banda.

Respecto a la amplitud de las bandas, se ha dicho que deben ser suficientemente amplias para poder enfrentar choques externos e internos sin desestabilizar la economía y servir de desestímulo al ingreso de capitales especulativos, pero lo suficientemente estrechas como para evitar una variabilidad excesiva del tipo de cambio.

#### *Respecto a la utilidad de las coberturas cambiarias*

Para una empresa con operaciones en el exterior, la exposición al riesgo cambiario puede afectar sus conversiones multimonedas y, por ende, sus estados de resultados, activos, pasivos y patrimonio. Para quienes tengan cuentas por pagar (o por cobrar) denominadas en moneda extranjera, el riesgo radica en la fluctuación del tipo de cambio de la divisa a la hora de hacer (o recibir) los pagos. Cualquier compañía que comercie en un mercado exterior importando o exportando bienes o servicios, regularmente estará sujeta a las fluctuaciones monetarias que ocurren entre el momento en que se coloca una orden y el momento en que se paga la factura.

La implementación del sistema de bandas cambiarias en Costa Rica produjo incertidumbre y preocupación en las empresas exportadoras, porque las obligó a reestructurar sus métodos de toma de decisiones para mantener la competitividad de sus productos en el mercado internacional. Existe un reconocimiento generalizado que el régimen de bandas cambiarias conlleva mayor volatilidad cambiaria, y por tanto, mayores riesgos.

De ahí la necesidad de crear procedimientos para la oferta de instrumentos financieros de cobertura cambiaria, mediante los cuales una de las partes asuma el riesgo que la otra quiere evitar.

Si bajo las nuevas condiciones cambiarias, un importador desea asegurarse de que sus materias primas no le costarán más de lo que sus precios de venta pueden soportar; o si un exportador quiere garantizarse que recibirá la cantidad suficiente para cubrir sus costos, deberá hacer uso de los instrumentos de cobertura cambiaria.

### Respecto a los derivados cambiarios como coberturas

La Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica ofrece coberturas cambiarias desde junio de 2006, para que los exportadores e importadores puedan protegerse ante cambios abruptos en el precio del dólar.

En noviembre de 2006 el Banco Central de Costa Rica aprobó el Reglamento para Operaciones con Derivados Cambiarios, que contempla cinco operaciones autorizadas como protección contra movimientos adversos del tipo de cambio: los contratos a plazo, la permuta cambiaria, la permuta de monedas, los contratos a futuro y los contratos de diferencia.

Los contratos a plazo o *forwards* son acuerdos por los cuales dos agentes económicos se obligan a intercambiar, en una fecha futura establecida, un monto determinado de una moneda a cambio de otra, a un tipo de cambio futuro específico que refleja el diferencial de tasas de interés entre dos países. Las entidades bancarias (mercado extrabursátil) son las que estructuran los *forwards* por su capacidad de asumir riesgos asociados a la posibilidad de incumplimiento de la obligación pactada.

Los contratos de permuta cambiaria o *FX swap* son arreglos entre dos contrapartes para intercambiar flujos de divisas a través del tiempo a un tipo de cambio acordado al inicio del contrato. Se negocian también en el mercado bancario (extrabursátil).

En la permuta de monedas (*currency swap*), las partes intercambian obligaciones de deudas denominadas en diferentes monedas, y cada parte asume la obligación de intereses de la otra. En la fecha de término se intercambian nuevamente los montos del principal de cada moneda.

En los contratos de futuros o *futures*, las partes negocian una determinada cantidad de divisas para liquidarlas en una fecha futura, bajo un contrato estandarizado. Se diferencian de los *forwards* no solo porque son estandarizados y se negocian en las bolsas, sino porque sus ganancias o pérdidas se registran a diario (lo que limita su riesgo de incumplimiento respecto a los *forwards*), y en ellos casi nunca se realiza la entrega física de las divisas.

En los contratos de diferencia, las partes se comprometen a liquidar en una fecha futura el monto equivalente a la diferencia entre el valor de compra de un activo financiero en otra moneda (a un tipo de cambio acordado) y el valor de venta que se liquida al tipo de cambio vigente a la fecha de entrega. No tienen fecha de vencimiento, ni liquidación diaria, y depende única y exclusivamente del precio del subyacente, no de otras variables fuera del control de la contraparte como puede ser la volatilidad cambiaria.

Los instrumentos derivados juegan un papel crítico en los mercados financieros globales. Desafortunadamente el público en general y algunas veces los reglamentadores y cuerpos legislativos, ven con frecuencia a los mercados derivados como vehículos para la especulación pura.

### Respecto a las condiciones necesarias en los mercados financieros

En los mercados bursátiles los contratos son estandarizados y su integridad es garantizada por alguna agencia de bolsa. En los extrabursátiles, los contratos están hechos a la medida del cliente, y las salvaguardias que aseguran su cumplimiento dependen de la relación entre las partes contratantes.

Aun cuando el volumen de las transacciones es mayor en el mercado extrabursátil, los mercados organizados, al ser más transparentes, desempeñan un papel fundamental en la formación de los precios.

El mercado de futuros respecto al *spot* posee menores costos de transacción, mayor velocidad para perfeccionar las transacciones y liquidez, y es el mercado descubridor de precios.

Los mercados de futuros tienen como función económica básica, proporcionar a los participantes de mercado, una oportunidad para protegerse contra el riesgo de movimientos de precio adversos.

En los mercados financieros y de futuros puede haber ineficiencia por la imposibilidad de cumplir la función de descubridor de precios y reasignador de riesgos; por la poca capacidad de responder a las necesidades de innovación que conducen al desarrollo y aprobación de nuevos contratos e instrumentos; o por la ineficiencia en el procedimiento de las transacciones asociada a costos de intermediación y de regulación altos. Esto se soluciona en el tanto los mercados de futuros sean más líquidos; si se aumenta la competencia y el volumen de las operaciones de mercado (costos bajos); y si la prima de riesgo futuro refleja adecuadamente la información a que se tiene acceso en el mercado en cuanto a volatilidad.

Aunque la existencia de un mercado financiero no es una condición necesaria para la creación y el intercambio de un activo financiero, en la mayoría de las economías los activos financieros se crean y posteriormente se comercian en algún tipo de mercado financiero.

### Respecto a requerimientos en Costa Rica para factibilidad de coberturas

La evolución de las coberturas cambiarias en Costa Rica dependerá de la volatilidad que se observe dentro de la banda del tipo de cambio, efecto que aún no se ha producido de forma continua.

La principal condición para el desarrollo de un mercado de coberturas o derivados en general, es contar con un mercado de contado (o *spot*) líquido y profundo.

En el país ya están disponibles los instrumentos de cobertura cambiaria pero en una versión muy rudimentaria, con múltiples limitaciones en plazos y con costos muy elevados. Para su aplicación es necesaria la implementación de medidas previas, como el desarrollo de la figura de “creadores de mercado” (subastador en un mercado bursátil), y el mejoramiento del proceso de formación de los precios de los bonos.

Para mejorar la eficacia del régimen cambiario y las operaciones de derivados, es necesario proseguir con esfuerzos adicionales: desarrollar y hacer más líquido el mercado monetario y de divisas; regular la intervención del Banco Central en el mercado de divisas; aumentar la transparencia del mercado; brindar más información sobre fuentes y usos, así como sobre la balanza de pagos; y analizar y gestionar la exposición al riesgo cambiario.

Los exportadores, importadores, inversionistas y deudores que tienen operaciones en dólares, deberán cubrirse del riesgo cambiario, pues no está claro cuándo se llegará al precio de equilibrio.

## **Referencias bibliográficas**

### **Libros consultados**

- Brigham, E., Houston, J. (2006) *Fundamentos de administración financiera*. México: Thomson Editores.
- Daniels, J., Radebaugh, L., Sullivan, D. (2004) *Negocios internacionales: ambientes y operaciones*. México: Pearson – Prentice Hall
- Dornbusch, R., Fischer, S. (1992) *Macroeconomía*. México: McGraw Hill
- Eichengreen, B. (2000) *La globalización del capital. Historia del sistema monetario internacional*. Barcelona: Editorial Antonio Bosch
- Fabozzi, F., Modigliani, F., Ferri, M. (1996) *Mercados e instituciones financieras*. México: Prentice Hall Hispanoamericana.
- Gitman, L. (2003) *Principios de administración financiera*. México: Pearson Educación.
- Kozikowski, Z. (2000) *Finanzas internacionales*. México: McGraw Hill Interamericana Editores.
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J. (2000) *Finanzas corporativas*. México McGraw Hill Interamericana Editores
- Sachs, J., Larraín, F. (1994) *Macroeconomía en la economía global*. México: Prentice Hall Hispanoamericana S.A.
- Van Horne, J. (1997) *Administración financiera*. México: Prentice Hall Hispanoamericana

### **Informes y documentos técnicos**

- Banco Central de Costa Rica (2007) Políticas generales para la administración de las reservas monetarias internacionales. Publicado en La Gaceta 160, del 22 de agosto 2007. Actualizado al 5 de marzo del 2008
- Banco Central de Costa Rica (2008) *Informe mensual de la situación económica de Costa Rica. Febrero 2008*. BCCR: División Económica. Recuperado el 19 de abril de 2008 de <http://www.bccr.fi.cr/publicaciones>
- Banco Central de Reserva del Perú (2007) *La cobertura cambiaria: Los forwards de divisas*. Recuperado el 19 de abril de 2008 de <http://www.bcrp.gob.pe>
- Berretoni, D., Castresana, S. (2008) *Exportaciones y tipo de cambio real: el caso de las manufacturas industriales argentinas*. Revista de Comercio

- Exterior e Integración del Ministerio de Relaciones Exteriores, Comercio Internacional y Culto. Recuperado el 21 de abril de 2008 de <http://cie.mrecic.gov.ar>
- Durán, R., Laverde, B., León, J. (2002) *Pass Through del tipo de cambio en los precios de bienes transables y no transables en Costa Rica*. Banco Central de Costa Rica, Departamento de Investigaciones Económicas. Recuperado el 21 de abril de 2008 de <http://www.bccr.fi.cr>
  - Fang, W., Lai, Y., Miller, S. (2005) *Export promotion through exchange rate policy: Exchange rate depreciation or stabilization?* University of Connecticut, Department of Economics Working Paper Series. Recuperado el 19 de abril de 2008 de <http://web.ebscohost.com/ehost>
  - Federal Reserve System. (2000) U.S. Cross-Border Derivatives Data: A User's Guide, *Federal Reserve Bulletin*, A3. Recuperado el 21 de abril de 2008 de <http://web.ebscohost.com/ehost>
  - Fondo Monetario Internacional (2002) *The evolution of exchange rate regimes since 1990: Evidence from de facto policies*. IMF Working Paper WP/02/155. Recuperado el 5 de mayo de 2008 de <http://www.imf.org>
  - Jiménez, E., Vindas, K. (1996) *Mercados, activos e innovaciones financieras*. Banco Central de Costa Rica: División Económica, Departamento de Investigaciones Económicas. Recuperado el 14 de abril 2008, de <http://www.bccr.fi.cr/documentos>
  - Lizano, E. (2007) *Las bandas cambiarias y la tasa de interés en Costa Rica*. Recuperado el 14 de abril 2008, de [www.academiaca.or.cr/Seminarios2007](http://www.academiaca.or.cr/Seminarios2007)
  - Martínez, C. (2006) *Modelo proexportaciones: ¿es indispensable un alto tipo de cambio?* Universidad de Palermo: Center for Business Research and Studies, Argentina.
  - Méndez, E., Mora, C., Prado, E., Solano, M. (2002) *Opciones de política cambiaria para Costa Rica*. Banco Central de Costa Rica: División Económica, Departamento de Investigaciones Económicas y Departamento Monetario. Recuperado el 19 de abril 2008, de <http://www.bccr.fi.cr/documentos>
  - Méndez, E., y Orozco, N. (1996) *Sistema de bandas cambiarias*. Banco Central de Costa Rica: División Económica, Departamento de Investigaciones Económicas. Recuperado el 14 de abril 2008, de <http://www.bccr.fi.cr/documentos>
  - Ministerio de Planificación Nacional y Política Económica (2006) *Sistema de indicadores sobre desarrollo sostenible (SIDES)*. Recuperado el 20 de abril de 2008 de <http://www.mideplan.go.cr/sides>

- Mora, M., Prado, E. (2007) *El régimen de banda cambiaria: hacia la flexibilidad cambiaria y el control de la inflación*. Documento elaborado como colaboración al XIII Informe del Estado de la Nación. Recuperado el 19 de abril 2008, de <http://www.bccr.fi.cr/documentos>
- Ruiz, M. (2007) *Acuerdos comerciales y empleo*. Ministerio de Comercio Exterior de Costa Rica. Recuperado el 20 de abril de 2008 de <http://www.comex.go.cr/difusion>
- Salas, R. (2007) *Cobertura de riesgo cambiario con productos financieros derivados*. Recuperado el 15 de abril de 2008 de <http://www.adexperu.org.pe>
- Shelton, J. (2001) Lecciones monetarias: Los casos de Brasil y Argentina. *Revista Libertad Digital*. Recuperado el 20 de abril de 2008 de <http://revista.libertaddigital.com>

### **Leyes y reglamentos nacionales**

- *Reglamento para las operaciones cambiarias de contado*. Banco Central de Costa Rica. Recuperado el 5 de mayo de 2008 de <http://www.bccr.fi.cr>
- *Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional* – Ley N° 1644
- *Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica* – Ley N° 7558

### **Artículos, revistas y notas de prensa**

- Acuña, C. (2007, 2 de febrero) Coberturas cambiarias aún no se han estrenado. Perspectivas apuntan a poca volatilidad. *La Prensa Libre*. Recuperado el 14 de abril de 2008 de <http://www.prensalibre.co.cr>
- Arias, F. (2007, agosto 18) Urgen a productores tomar coberturas. *Diario La Nación – Edición Internet*. Colombia. Recuperado el 15 de abril de 2008 de <http://www.lanacion.com.co/cms/>
- Banco Central de Costa Rica (2006, 13 de octubre). *Comunicado de prensa 13-10-2006*. Recuperado el 19 de abril de 2008 de <http://www.bccr.fi.cr>
- Captales.com (2008, 11 de abril) Variedad de derivados permitirán cobertura cambiaria. *Noticias Captales.com* Recuperado el viernes 11 de abril de 2008 de <http://www.capitales.com>
- Captales.com (2008, 9 de mayo) Política cambiaria afecta a productores nacionales. *Noticias Captales.com* Recuperado el 9 de mayo de 2008 de <http://www.capitales.com>
- Captales.com (2008-2, 9 de mayo) Sobrerreacción de mercado respecto a TC. *Noticias Captales.com* Recuperado el 9 de mayo de 2008 de <http://www.capitales.com>

- Capitales.com (2008-3, 8 de mayo) TC de referencia entra en la banda. *Noticias Capitales.com* Recuperado el 8 de mayo de 2008 de <http://www.capitales.com>
- Conejo, C. (2007, 18 de octubre). *Las bandas cambiarias*. Periódico La Nación: Sección Economía – El Especialista. Recuperado el 17 de abril 2008, de <http://www.nacion.com/economía>
- Delgado, E. (2008, 28 de abril). Bandas necesitan más tiempo. *Semanario El Financiero*. p.4-5
- Delgado, E. (2008-2, 12 de mayo). El reto de buscar el equilibrio. *Semanario El Financiero*. p.16
- Expreso.com (2008, 11 de abril) Mincetur apoya a exportadores por pérdidas cambiarias. *Expreso – Sección Economía*. Recuperado el lunes 21 de abril de 2008 de <http://www.expreso.com.pe>
- Flicker, S., Bline, D. (1990) Focus on industry: Managing foreign currency exchange risk. *Journal of Accountancy*. August 1990. Recuperado el 21 de abril de 2008 de <http://web.ebscohost.com/ehost>
- Gabourel, J. (2006) *Expectativas sobre el impacto del nuevo sistema de bandas cambiarias en el sector exportador de Costa Rica*. Tesis de maestría no publicada. ULACIT, San José, Costa Rica.
- Leal, D. (2006, 18 de diciembre) SUGEVAL y Banco Central difieren por esquema de coberturas cambiarias. *La Nación Digital*. Recuperado el 15 de abril de 2008 de <http://www.nacion.com>
- Leitón, J. (2008, 28 de marzo) Usuarios tendrán opciones para enfrentar cambios en dólar. *La Nación Digital*. Recuperado el 7 de mayo de 2008 de <http://www.nacion.com>
- Lizano, E. (2005) Veinte años sin crisis financieras (1984 – 2004): el caso de Costa Rica. *Revista del FLAR*, 1, año 1, 103 – 166.
- Montero, D. (2006, 11 de diciembre) Coberturas cambiarias en Costa Rica. *La Nación Digital*. Recuperado el 21 de abril de 2008 de <http://www.nacion.com>
- Rodríguez, M. (2008, enero 11) Agroexportadores tendrán protección de ingresos. *Vanguardia Liberal*. Bucaramanga, Colombia. Recuperado el 15 de abril 2008 de <http://www.vanguardia.com/2008/>
- Riley, J. (2006) Currency tools help firms compete globally. *NH Business Review*. March 17-30, 2006, p.29

- Siu, M. (2008, 4 de abril) BCCR ratificará contratos a futuro y de diferencia. *La Prensa Libre*. Recuperado el 12 de mayo de 2008 de <http://www.prensalibre.co.cr>
- Zúñiga, N. (2008, 1º abril) Flexibilización cambiaria. *La Nación Digital*. Recuperado el 7 de mayo 2008 de <http://www.nacion.com>