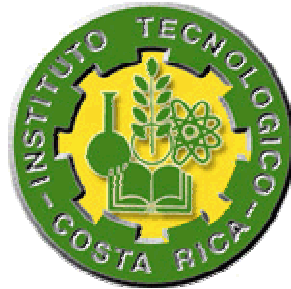


**INSTITUTO TECNOLÓGICO DE COSTA RICA  
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS  
LICENCIATURA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS CON ÉNFASIS EN FINANZAS  
SEMINARIO DE GRADUACIÓN**



**“Investigación sobre el uso e importancia de los Contratos de Futuro Financieros sobre las variaciones en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos y de Mercancías Básicas sobre Granos, en Costa Rica”.**

**Profesora:**

Licda. Isabel C Pereira Piedra, C.P.A

**Realizado por:**

María Elena Gómez Leitón

Alejandra Guerrero Luna

Wendy Monge Gutiérrez

Adriana Román Hernández

San José, Noviembre 2006.

## **AGRADECIMIENTOS**

Este trabajo se realizo gracias a la ayuda de varias personas, entre las cuales queremos destacar al Señor Enrico Gaehwiler, Gerente General de PRISA, el cual muy amablemente nos brindo su ayuda y colaboración.

Igualmente, externamos nuestro agradecimiento al Señor Roberto Saad, Corredor de la Bolsa Nacional de Valores, quien muy atentamente proporcionó documentos en los cuales se basó parte del estudio.

También, agradecemos la colaboración al Profesor Manrique Hernández, quien nos orientó en el tema a desarrollar.



## DEDICATORIA

Principalmente a Dios,  
A nuestros Padres, Hijos, y Esposos.



## ÍNDICE DE CONTENIDO

<b>CAPÍTULO I.....</b>	<b>1</b>
<b>MARCO INTRODUCTORIO.....</b>	<b>1</b>
1.1 Justificación del Estudio .....	2
1.2 Objetivos del Estudio.....	3
1.2.1 Objetivo General.....	3
1.2.2 Objetivos Específicos.....	3
<b>CAPÍTULO II.....</b>	<b>6</b>
<b>MARCO METODOLOGICO .....</b>	<b>6</b>
2.1 Tipo de investigación.....	7
2.2 Fuentes de Información.....	7
2.2.1 Fuentes de información primarias.....	7
2.2.2 Fuentes de información secundarias .....	8
2.3 Sujeto de investigación.....	8
2.4 Análisis de la información.....	8
2.5 Formulación de conclusiones .....	9
<b>CAPITULO III.....</b>	<b>10</b>
<b>MARCO TEORICO .....</b>	<b>10</b>



3.1	ASPECTOS GENERALES DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS .....	11
3.1.1	Origen de los contratos de futuros .....	11
3.1.2	Concepto de contratos de futuros .....	12
3.1.3	Objetivo de los Contratos de Futuros.....	13
3.1.4	Tipos de contratos de futuro .....	14
3.1.5	Mercados Futuros .....	14
3.1.6	Modelos de precios de futuros .....	17
3.1.7	Recursos requeridos para realizar una operación a futuro. ....	18
3.1.8	Contratos de futuro en Costa Rica.....	19
3.1.9	Papel de la Bolsa de Valores de Costa Rica .....	19
3.2	CONTRATOS DE FUTUROS SOBRE DIVISAS .....	20
3.2.1	Origen .....	20
3.2.2	Definición .....	21
3.2.3	Tipos .....	22
3.2.4	Riesgos.....	22
3.2.5	Ejemplo.....	22
3.3	CONTRATOS DE FUTURO SOBRE GRANOS .....	24
3.3.1	Origen .....	24
3.3.2	Definición .....	25
3.3.3	Tipos.....	25
3.3.4	Riesgos.....	26



3.3.5	Ejemplo.....	26
3.4	GENERALIDADES SOBRE LOS CONTRATOS DE FUTURO .....	27
3.5	APECTOS SOBRE EL REGIMEN CAMBIARIO DE COSTA RICA.....	30
3.5.1	Sistema de Minidevaluaciones .....	30
3.5.2	Sistema de Bandas Cambiarias.....	32
<b>CAPÍTULO IV .....</b>		<b>34</b>
<b>MARCO LEGAL .....</b>		<b>34</b>
4.0	Marco Legal.....	35
4.1	Ley 7732 Reguladora del Mercado de Valores .....	35
4.2	Reglamento sobre Contratos de Diferencia.....	38
4.2.1	Reglas de Negocio para Contratos de Diferencia. Capítulo VII. Otros Servicios .....	42
4.3	Reglamento para el uso de Derivados en Moneda Extranjera, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7558. ....	46
4.4	Reglamento para las Operaciones Cambiarias, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7558. ....	50
4.5	Reglamento de la Bolsa de Nueva York (NYSE).....	52
4.5.1	Reglamento de la Bolsa de Nueva York respecto a contratos de futuros sobre el café.....	52
4.6	Ley sobre el Régimen de Relaciones entre Productores, Beneficiadores y Exportadores de Café .....	53



<b>CAPÍTULO V .....</b>	<b>54</b>
<b>ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL EN COSTA RICA SOBRE LOS CONTRATOS DE FUTURO .....</b>	<b>54</b>
5.0 Análisis de la Situación Actual en Costa Rica sobre los Contratos de Futuro	
55	
5.1 Sistema Financiero Nacional .....	55
5.1.1 Definición Sistema Financiero Nacional.....	55
5.1.2 Participantes en el Sistema Financiero Nacional .....	56
5.1.3 Esquema del Sistema Financiero Nacional .....	60
5.2 Generalidades de la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica. ....	61
5.2.1 Antecedentes .....	61
5.2.2 Misión .....	61
5.2.3 Visión .....	61
5.2.4 Objetivos Estratégicos .....	61
5.2.5 Funciones .....	62
5.2.6 Obligaciones .....	62
5.2.7 Puesto de Bolsa.....	63
5.3 Antecedentes de los Contratos de Futuro sobre la Variación en el tipo de cambio del dólar.....	64
5.4 Operación de los Contratos de Futuro en Costa Rica .....	66
5.4.1 Papel de la Bolsa de Valores con respecto a los Contratos de Futuros de	



Diferencia (CDD).....	66
5.4.2 Esquema de Contrato de Diferencia (CDD).....	67
5.4.3 Fases de los Contratos de Diferencia (CDD).....	70
5.4.4 Operación de los contratos de Diferencia en Costa Rica.....	71
5.5 Antecedentes de los Contratos de Futuro sobre el Café.....	74
5.5.1 Operación de los Contratos de Futuro sobre el Café.....	76
5.5.2 Función de los mercados de futuros.....	77
5.5.3 Cámara de compensación.....	79
5.5.4 Beneficios Generales de los Contratos de Futuro en Costa Rica.....	85
5.6 Impacto de Régimen cambiario de Costa Rica sobre los Contratos de Futuro.....	88
5.6.1 Minidevaluaciones: Análisis del Sistema cambiario actual en Costa Rica 92	
5.6.2 Sistema de Bandas Cambiarias: Análisis del Nuevo Sistema cambiario en Costa Rica.....	96
5.6.3 Sistema de Bandas Cambiarias: Efectos en las operaciones de las empresas costarricenses.....	101
<b>CAPITULO VI.....</b>	<b>103</b>
<b>DESARROLLO Y ANÁLISIS DE CASOS PRÁCTICOS DE CONTRATOS DE FUTURO.....</b>	<b>103</b>
6 Desarrollo y Análisis de casos práctico de Contratos de Futuro.....	104





6.1	Generalidades de los Contratos de Futuro de Mercancías Básicas sobre el Café.	105
6.1.1	Esquema de los participantes en el Mercado de Contratos de Futuro sobre el café en Costa Rica. ....	106
6.1.2	Desarrollo de Caso Práctico de los Contratos de Futuro sobre el Café	111
6.1.3	Análisis del Caso de Contratos de Futuro sobre el Café .....	116
6.1.4	Ventajas y Desventajas del los Contratos de Futuro sobre el Café .....	123
6.2	Caso Práctico Utilizando Contratos de Futuro Financieros sobre las variaciones en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos (Contrato ICP LIBOR) .....	126
6.2.1	MONTO DE LIQUIDACIÓN FINAL .....	130
6.2.2	CESIÓN .....	131
6.2.3	COMISIÓN.....	131
6.2.4	LIQUIDACION FINAL .....	131
6.2.5	GARANTIA .....	132
6.2.6	Consideraciones Generales.....	133
6.2.7	Análisis del Caso Real Utilizando Contratos de Futuro Financieros sobre las variaciones en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos (Contrato ICP LIBOR) .....	140
<b>CAPITULO VII .....</b>		<b>143</b>
<b>CONCLUSIONES .....</b>		<b>143</b>



7	Conclusiones .....	144
7.1	Conclusiones Generales .....	144
7.2	Conclusiones Contratos de Futuro Financieros.....	144
7.3	Conclusiones Contratos de Futuro de Mercancías Básicas .....	146
	<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>148</b>
	<b>ANEXOS .....</b>	<b>152</b>



## ÍNDICE DE ANEXOS

<b>Anexo No 1:</b> Clasificación de los Contratos de Futuro sobre Mercancías Básicas	<b>153</b>
<b>Anexo No 2:</b> Artículos relevantes de la Ley 7732 Reguladora del Mercado de Valores	<b>154</b>
<b>Anexo No 3:</b> Reglamento sobre contratos de Diferencia	<b>155</b>
<b>Anexo No 4:</b> Mercado Organizado de Divisas (MONED)	<b>156</b>
<b>Anexo No 5:</b> Reglamento para el uso de derivados en moneda extranjera de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7732	<b>157</b>
<b>Anexo No 6:</b> Coffe “C” Rules, de la Bolsa de New York (NYSE)	<b>158</b>
<b>Anexo No 7:</b> Régimen de relaciones entre productores, beneficiadores y exportadores de Café	<b>159</b>
<b>Anexo No 8:</b> Formulario CFD 1A	<b>160</b>
<b>Anexo No 9:</b> Formulario CFD 1B	<b>161</b>
<b>Anexo No 10:</b> Formulario utilizado en la Bolsa para Contratos de Futuro	<b>162</b>



## INTRODUCCIÓN

Los contratos de futuro forman parte de la familia de instrumentos financieros denominados “Derivados Financieros”, ya que se originan de otros instrumentos o activos como pueden ser un título valor, una moneda, o un índice accionario. Son instrumentos un tanto complejos ya que se ven influenciados por la oferta y la demanda del activo al que están referidos.

Un contrato de futuro, es un acuerdo entre dos partes por el cual los contratantes se comprometen a entregar un determinado producto (puede ser sobre bienes tales como, granos, carne, alimentos metales, madera o financieros tales como, tipos de cambio, tasas de interés, entre otros.), especificando la cantidad y calidad, en una fecha previamente fijada y a un precio acordado en el contrato.

Aunque los Contratos de Futuro han existido desde hace más de 4.000 años, es en el siglo XIX cuando adquieren un carácter más formal; los comerciantes de la época empiezan a protegerse de los cambios adversos que se presentaban en los precios de los productos con los que se negociaban. Con el pasar del tiempo, estos instrumentos de cobertura de riesgo se fueron desarrollando en los últimos 20 años y se han convertido en una de las principales innovaciones financieras.

En nuestro país, el desarrollo de los Contratos de Futuro ha tenido un proceso lento, ya que fue en el año de 1996 cuando se dieron los primeros Contratos de Futuro en la Cobertura de Tasas de Interés. Estos no tuvieron éxito por falta de preparación por lo que la Bolsa Nacional de Valores ha creado un tipo de contrato de futuro con el fin de incentivar el mercado financiero; estos contratos son objeto de estudio en el presente trabajo.



Por otro lado, se encuentra la aplicación de estos contratos en la Agroindustria, utilizados para maximizar los ingresos productivos. Muestra de esto es que son de gran utilización por empresas en nuestro país, dichos contratos no son negociados a nivel local, sino a nivel internacional. En el presente estudio se analiza esta aplicación en los granos, específicamente en el café, su proceso y agentes que intervienen.

Es por esto que, el presente documento tiene por objetivo investigar y analizar la utilización e importancia de los Contratos de Futuro Financieros sobre las variaciones en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos y de los Contratos de Futuro de Mercancías Básicas sobre Granos, en Costa Rica.

El presente informe se compone de siete capítulos, los cuales se detallan a continuación:

El Capítulo I presenta el Marco Introdutorio y los objetivos a desarrollar en el estudio.

En el Capítulo II se describe el Marco Metodológico utilizado para el desarrollo de la presente investigación.

El Capítulo III se desarrolla el Marco Teórico, el cual muestra los aspectos conceptuales relacionados con el tema en estudio.

En el Capítulo IV se presenta el Marco Legal, en el cual se analizan las consideraciones legales para el desarrollo y utilización de los Contratos de Futuro según las leyes costarricenses.



En el Capítulo V se presenta la Situación Actual de los Contratos de Futuro, en el cual se explican los antecedentes, operación, ventajas y desventajas de este instrumento en las empresas costarricenses, y la posibilidad de usarlos en Costa Rica.

El Capítulo VI se presenta el Desarrollo y Análisis de casos prácticos, tanto sobre el Tipo de Cambio del Dólar estadounidense y sobre los Contratos sobre Granos (Café), en las empresas costarricenses.

En los Capítulos VII se presentan las conclusiones obtenidas de la investigación.

Por último, se presenta la bibliografía utilizada para el desarrollo de dicha investigación y un glosario con las principales terminologías utilizadas en los Contratos de Futuro.

Adicionalmente, se encuentran los Anexos que complementan la investigación desarrollada.

**CAPÍTULO I**  
**MARCO INTRODUCTORIO**



## 1.1 Justificación del Estudio

Desde el instante en que cualquier participante en el mercado de las finanzas, se plantea la posibilidad de prestar o solicitar prestado una cantidad de dinero, se debe enfrentar a la incertidumbre que se produce sobre el precio futuro de realizar esa transacción de dinero. Igualmente sucede con el productor que debe de enfrentar la incertidumbre sobre las fluctuaciones en el precio de sus productos.

De esta manera, el riesgo de que se genere una pérdida o una ganancia en una operación, por causa en el tipo de cambio o variación en los precios se encuentra implícito en toda transacción de especulación.

Estas situaciones, se pueden encontrar en el mercado costarricense, debido a las constantes necesidades de los empresarios en busca de mejores opciones para sus empresas.

Por lo antes expuesto, la presente investigación pretende dar a conocer la operación de los instrumentos denominados Contratos de Futuros sobre el tipo de cambio del dólar y el Mercado de Granos del Café en Costa Rica, los cuales le permitan a los distintos actores financieros mejorar su gestión de riesgo, e igualmente que el lector tenga un panorama de la operatividad y beneficios de este tipo de Contrato en el país.





## 1.2 Objetivos del Estudio

### 1.2.1 Objetivo General

- Determinar el uso e importancia de los Contratos de Futuro Financieros sobre las variaciones en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos y sobre mercancías básicas de granos, específicamente el café, en las empresas costarricenses, mediante una investigación y el análisis de casos prácticos, para el Segundo Semestre del año 2006

### 1.2.2 Objetivos Específicos

#### 1.2.2.1 Contratos de Futuro Financieros sobre las variaciones en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos.

- Investigar las características principales de los contratos de futuro sobre las variaciones del tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos, mediante fuentes de información como: libros y páginas en Internet.
- Determinar los tipos de empresas que pueden utilizar este tipo de contratos de futuro, entrevistando expertos en el tema.
- Estudiar y analizar las regulaciones y normativa que rige en Costa Rica para las empresas que utilizan este tipo de contratos de futuro, entrevistando a expertos que laboren en el Departamento Legal de la Bolsa Nacional de Valores.
- Investigar las razones principales por las cuales las empresas utilizan los contratos de futuro sobre las variaciones en el tipo de cambio del dólar de



los Estados Unidos, mediante entrevistas a trabajadores en el área Financiera de las empresas en estudio.

- Analizar las ventajas y desventajas de los contratos de futuros sobre las variaciones del tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos en las empresas que deciden invertir en ellos.
- Detallar los aspectos más importantes que deben tomar en consideración las empresas costarricenses que deseen utilizar contratos de futuro sobre las variaciones del tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos, mediante una entrevista a inversionistas nacionales que hallan tenido la experiencia de utilizar este tipo de contratos.
- Analizar un caso práctico aplicado a las empresas costarricenses que inviertan en contratos de futuro sobre las variaciones del tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos, mediante la utilización de datos hipotéticos.

#### **1.2.2.2 Contratos de Futuro de Mercancías Básicas sobre Granos.**

- Investigar las características principales de los contratos de futuro de Mercancías Básicas sobre Granos específicamente el café, mediante fuentes de información como: libros y páginas en Internet.
- Determinar los tipos de empresas que pueden utilizar este tipo de contratos de futuro, entrevistando expertos en el tema.
- Estudiar y analizar las regulaciones y normativa que rige en Costa Rica para las empresas que utilizan este tipo de contratos de futuro, entrevistando a expertos que laboren en el Departamento Legal de la Bolsa Nacional de Valores.
- Investigar las razones principales por las cuales las empresas costarricenses utilizan los contratos de futuro de Mercancías Básicas sobre



Granos, mediante entrevistas a trabajadores en el área Financiera de las empresas en estudio.

- Analizar las ventajas y desventajas que tienen las empresas que deciden invertir en contratos de futuro de Mercancías Básicas sobre Granos, entrevistando a profesionales que laboren en este campo en el territorio nacional.
- Detallar los aspectos más importantes que deben tomar en consideración las empresas costarricenses que deseen utilizar contratos de futuro de Mercancías Básicas sobre Granos, mediante una entrevista a inversionistas nacionales que hallan tenido la experiencia de utilizar este tipo de contratos.
- Analizar un caso práctico aplicado a empresas costarricenses que inviertan en contratos de futuro de Mercancías Básicas sobre Granos, mediante la utilización de datos hipotéticos.

**CAPÍTULO II**  
**MARCO METODOLOGICO**



## **2.1 Tipo de investigación**

El presente estudio es de carácter analítico, ya que se determinó y estudió el uso e importancia de los Contratos de Futuro sobre Variaciones en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos y de Mercaderías Básicas de Granos específicamente el Café, utilizados en las empresas costarricenses.

## **2.2 Fuentes de Información**

Se utilizaron fuentes de información primaria y secundaria, con el objetivo de obtener los datos necesarios que permitieron obtener una visión amplia del tema y su aplicación.

### **2.2.1 Fuentes de información primarias**

Las fuentes de información primaria, se obtuvieron por medio de visitas a la Bolsa Nacional de Valores y entrevistas no estructuradas a expertos en el tema que laboren en esta Entidad o bien en empresas costarricenses que utilizan los Contratos de Futuro.

Por ser el tema de inversiones de carácter confidencial para las empresas, se resguarda el nombre de las empresas visitadas que utilizan los contratos de futuro.



## **2.2.2 Fuentes de información secundarias**

Las fuentes de información secundaria, fueron libros especializados en el tema, que facilitaron el desarrollo del proyecto, así como información obtenida en Internet y en la Base de Datos ESCO del Instituto Tecnológico de Costa Rica.

## **2.3 Sujeto de investigación**

Para este proyecto, los sujetos de información fueron los expertos o agentes de bolsa que asesoran en el tema de decisiones de inversión en la Bolsa Nacional de Valores; así como empresarios y funcionarios que laboran para empresas nacionales que utilicen este tipo de Contratos de Futuro; funcionarios del Banco Central de Costa Rica y de otras entidades e Instituciones financieras que facilitaron información a fin de conocer el auge y desarrollo que ha tenido este tipo de contratos en nuestro país.

## **2.4 Análisis de la información**

Una vez recabada la información necesaria por medio de libros especializados, entrevistas a expertos, entre otros, se procedió con la elaboración del Marco Legal, en el cual se establecen los lineamientos que deben de respetar y cumplir las empresas costarricenses en el uso de estos contratos; igualmente se realizó el análisis de la Situación Actual y el auge de los Contratos de Futuro en Costa Rica.

Posteriormente se desarrollaron los casos prácticos, a fin de ilustrar la operación de los contratos de futuro y el análisis respectivo.



## **2.5 Formulación de conclusiones**

Concluido el estudio y el análisis del uso e importancia de los Contratos de Futuro Financieros en relación con la variación del tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos y sobre Mercancías Básicas de Granos específicamente sobre el café, aplicado en las empresas nacionales, se procedió con el planteamiento de las conclusiones, producto del desarrollo de este análisis.

**CAPITULO III**  
**MARCO TEORICO**





### 3.1 ASPECTOS GENERALES DE LOS CONTRATOS DE FUTUROS

#### 3.1.1 Origen de los contratos de futuros

Los orígenes de las transacciones de contratos de futuro se remontan en la India en el año 2.000 antes de Cristo, cuando mercaderes de lo que hoy es el emirato de Bahrein recibían bienes en consignación para permutarlos en la India. También existen antecedentes de transacciones de futuros en la época greco-romana y más tarde en el siglo XII en Francia e Inglaterra.

Sin embargo, las transacciones de los contratos de futuros en la forma que hoy lo conocemos datan de mediados del siglo XIX en Estados Unidos. En ese entonces, debido a los excesos de oferta en los períodos de cosecha, la alta variabilidad del precio de los productos agrícolas constituía un des-incentivo a la producción. Esto hizo necesaria la creación de los llamados contratos forwards<sup>1</sup>. Al poco tiempo, aparecieron los contratos de futuros propiamente dichos, los cuales son básicamente forwards que se transan en forma organizada en las bolsas de valores.

Las primeras bolsas de futuros se formaron en Estados Unidos en la segunda mitad del siglo pasado y posteriormente también se crearon bolsas de futuros en Europa.

---

<sup>1</sup> Contratos en los cuales se establecía entre las dos partes la venta de productos a ser entregados y pagados en el futuro, pero en base a precios definidos en el presente.



Durante el siglo XX los futuros se fueron extendiendo hacia otros productos tales como el oro, plata, petróleo, carne, etc. Posteriormente, en el año de 1972 ocurrió una innovación importante al dar inicio con la transacción de futuros sobre activos financieros (monedas extranjeras, índices de acciones, instrumentos de renta fija, entre otros).

La introducción de los futuros financieros resultó ser un elemento clave que impulsó un fuerte crecimiento en las bolsas que transaban futuros y la creación de nuevas bolsas en varios países del mundo dedicadas principalmente a estos productos.

### **3.1.2 Concepto de contratos de futuros**

Un contrato de futuro es un acuerdo para comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio cierto. Los dos mercados de cambios principales donde se negocian contratos de futuros son el Chicago Board of Trade (CBOT) y el Chicago Mercantile Exchange (CME).

Un contrato de futuro es un acuerdo, negociado en una bolsa o mercado organizado, en el cual se transan contratos donde las partes se comprometen a comprar o vender en el futuro un determinado bien (producto agrícola, mineral, activo financiero o moneda), definiendo en el presente la cantidad, precio, y fecha de vencimiento de la operación.

Paran comprender de una mejor forma el concepto de contratos de futuro se detalla el siguiente ejemplo:



Un fruticultor piensa sembrar fresas para el año próximo. El precio actual del producto varía de \$20 a \$15 el kilo. Se desconoce el precio que tendrá dicho producto el año en que se coseche, ya que esta mercancía sufre variaciones, por lo que el agricultor desea fijar el precio para prevenir y asegurar el beneficio o utilidad.

Por otro lado, se encuentra el fabricante de mermeladas que desea proyectar los precios de su materia prima para el próximo año.

En consecuencia, ambos se comprometen a través de un contrato de futuro a entregar la fecha de cosecha, una cantidad determinada de fresas de una calidad específica a un precio previamente determinado. Para el agricultor, se garantiza el pago de su producto en \$15, y para el productor de mermeladas, el costo de su mercancía en determinada calidad.

### **3.1.3 Objetivo de los Contratos de Futuros**

El objetivo básico de un Contrato de Futuro, es ofrecer un mecanismo eficiente de protección de precios para personas o empresas expuestas a fluctuaciones adversas de precios en sus activos más relevantes. En términos simples, los contratos de futuro hacen posible la transferencia de riesgos, que en su ausencia deberían asumir los propios agentes económicos.

Adicionalmente, debido a su naturaleza, las cotizaciones de los futuros reflejan los niveles de precios esperados para los próximos meses de los distintos activos, lo que otorga una muy buena información para la toma de decisiones de los agentes



económicos y constituye una importante contribución a las proyecciones económicas y a la planificación financiera, tanto del sector público como del sector privado.

Finalmente, los futuros son atractivos instrumentos de inversión, dado que pueden presentar una rentabilidad considerable sobre los valores invertidos.

### **3.1.4 Tipos de contratos de futuro**

Los contratos de futuro pueden suscribirse sobre productos agrícolas (trigo, café, soya), minerales (oro, plata, cobre, petróleo), activos financieros (índices de precios de acciones, instrumentos de renta fija, tasas de interés) y monedas, requiriéndose necesariamente una estandarización de la cantidad y calidad del producto que se negocia.

### **3.1.5 Mercados Futuros**

El más importante mercado mundial de futuros es el Chicago Board of Trade (CBOT) y en Europa el London International Financial Futures and Options Exchange (Liffe). Para el caso español MEFFSA (Mercado español de futuros financieros).

#### **3.1.5.1 Chicago Board of Trade**

El Chicago Board of Trade (CBOT) fue fundado en 1848 a fin de servir de puente entre los agricultores y comerciantes. Su principal tarea fue, en su inicio, la de estandarizar las cantidades y calidades de cereales que se comercializaban. Al



cabo de los pocos años, se produciría el primer tipo de contratos de futuro, el cual fue llamado contrato to-arrive (para el futuro). Los especuladores pronto se interesaron en esta herramienta de riesgo y encontraron el hecho de comercializar con el contrato mismo una opción más atractiva que el comercio de grano. El Chicago Board of Trade ofrece hoy en día contratos de futuro para muchos activos subyacentes, entre ellos, avena, soja, harina de soja, aceite de soja, trigo, plata, bonos del Tesoro, letras del Tesoro y el Major Market Stock Index.

### **3.1.5.2 Chicago Mercantile Exchange**

El Chicago Mercantile Exchange fue fundado en 1874, proporcionando un mercado central para productos como la mantequilla, huevos, aves y otros productos agrícolas perecederos. En 1898, los tratantes de mantequilla y huevos se retiraron de este mercado para formar el Butter and Egg Board que en 1919 cambió su nombre por el de Chicago Mercantile Exchange (CME) que se reorganizó para negociar futuros. Desde esta fecha, la institución ha aportado contratos de futuros para muchos productos incluyendo entre otros, panceta de cerdo (1961). En 1982 introdujo un contrato de futuros sobre el S&P 500 (Standard and Poor's) Stock Index .

El Internacional Monetary Market (IMM) fue fundado en 1972 como división del Chicago Mercantile Exchange, para procesar contratos de futuros en divisas. Los contratos de futuros en divisas hoy en día incluyen la libra esterlina, el dólar canadiense, el yen japonés, el franco suizo, el marco alemán y el dólar australiano. El IMM también procesa un contrato de futuros en oro, un contrato de futuros en bonos del Tesoro y un contrato de futuros en eurodólares.



### 3.1.5.3 Otros mercados de futuros

Existen muchos mercados en el mundo donde se negocian contratos de futuros, entre ellos el Chicago Rice and Cotton Exchange (CRCE), el New York Futures Exchange (NYFE), el London Internacional Financial Futures Exchange (LIFFE), el Toronto Futures Exchange y el Singapore Interanational Monetary Exchange (SIMEX).

La mayoría de los contratos que se negocian en los diferentes mercados de cambio pueden clasificarse como “contratos de futuros sobre productos” o como “contratos de futuros sobre el activo subyacente financiero”.

### 3.1.5.4 Participantes en los mercados de futuro

Quien compra contratos de futuros, adopta una posición "larga", por lo que tiene el derecho a recibir en la fecha de vencimiento del contrato el activo subyacente objeto de la negociación. Asimismo, quien vende contratos adopta una posición "corta" ante el mercado, por lo que al llegar la fecha de vencimiento del contrato deberá entregar el correspondiente activo subyacente, recibiendo a cambio la cantidad correspondiente, acordada en la fecha de negociación de los contratos de futuro.

Las personas o empresas que participan en los contratos de futuro pueden dividirse en dos categorías:

a) **Hedgers:** Son aquellos agentes que desean protegerse de los riesgos



derivados de eventuales fluctuaciones en los precios de los productos que lo afectan, de los instrumentos financieros que conforman sus activos, o de las monedas extranjeras en que han pactado sus transacciones o compromisos. En consecuencia, los hedgers son adversos al riesgo.

b) **Inversionistas en general:** Son agentes que están dispuestos a asumir el riesgo de la variabilidad en los precios, motivados por las expectativas de realizar una ganancia de capital. El reducido monto de inversión necesario para operar en este mercado es un incentivo para los inversionistas que desean actuar en él.

Para los hedgers, el futuro representa una protección en la rentabilidad de sus negocios contra perjuicios que pudieran ocurrir si el precio de un activo o producto se moviera en sentido contrario al esperado.

### 3.1.6 Modelos de precios de futuros

Se pueden obtener diferentes modelos de precios de futuros. El precio del futuro del oro en New York Commodity Exchange y el precio del futuro de la avena en el Chicago Board of Trade se incrementa a medida que se aproxima el tiempo del vencimiento. A esto se le denomina mercado normal. Como contraste se observa que el precio del futuro del Paladio en el New York Commodity Exchange es una función decreciente del tiempo de vencimiento. A este comportamiento se le denomina mercado invertido. Para el ganado, el modelo es mixto, es decir, el precio del futuro primero decrece, luego aumenta y luego vuelve a decrecer a



medida que el tiempo de vencimiento aumenta.

En resumen los modelos de futuros se definen de la siguiente forma:

- Mercado normal: cuando el precio se incrementa a medida que se aproxima el tiempo del vencimiento.
- Mercado invertido: cuando el precio del futuro es una función decreciente del tiempo de vencimiento.
- Mercado mixto: cuando el precio del futuro primero decrece, luego aumenta, luego vuelve a decrecer a medida que el tiempo del vencimiento aumenta.

### **3.1.7 Recursos requeridos para realizar una operación a futuro.**

A diferencia de una operación en el mercado contado, en que se requiere entregar el monto total de la operación o tener la cantidad total del activo negociado, en las transacciones de futuro sólo se debe entregar un margen inicial<sup>2</sup> correspondiente

---

<sup>2</sup> Margen inicial.- Es un monto fijo de dinero que equivale a un porcentaje del valor de los contratos, que los clientes deben entregar en la bolsa por cada interés abierto que mantengan en el mercado de futuro. El margen inicial puede ser constituido en dinero, instrumentos de renta fija e intermediación financiera y otros instrumentos de gran liquidez.





a una fracción del monto total de la operación lo que tiene un efecto multiplicador importante sobre las ganancias o pérdidas de las transacciones de futuros.

### **3.1.8 Contratos de futuro en Costa Rica**

Es importante mencionar que lo descrito a continuación es una pequeña reseña de los Contratos de Futuro en nuestro país, esto se desarrollará de forma más detallada en el Capítulo V “Situación Actual”.

En nuestro país, el mercado de Contratos de Futuro no era muy conocido, anteriormente se trabajaba con métodos como el Telex (telegramas codificados), fue hasta inicios de los noventas cuando un grupo de agricultores se profundizó en el tema y suscribieron el primer corredor como una iniciativa para tener una cobertura sobre sus transacciones y también debido a la inestabilidad en los precios de sus productos.

### **3.1.9 Papel de la Bolsa de Valores de Costa Rica**

La Bolsa realiza también la reglamentación y el control del Mercado, y entrega a éste y a los inversionistas la más amplia y oportuna información para la toma de decisiones.

A diferencia de una operación en el mercado de contado, en que se requiere entregar el monto total de la operación o tener la cantidad total del activo negociado, en las transacciones de los contratos de futuro sólo se debe entregar



un margen inicial correspondiente a una fracción del monto total de la operación lo que origina un efecto multiplicador importante sobre las ganancias o pérdidas de las transacciones de futuros.

**Margen inicial.**- Es un monto fijo de dinero que equivale a un porcentaje del valor de los contratos, que los clientes deben entregar en la bolsa por cada interés abierto que mantengan en el mercado de futuro. El margen inicial puede ser constituido por dinero, instrumentos de renta fija e intermediación financiera y otros instrumentos de gran liquidez.

**Margen de variación.**- El valor de una posición de futuro es actualizado diariamente llevándolo al precio de cierre de mercado. La diferencia neta del cambio de precio es debitada de la cuenta corriente de la posición con pérdida y abonada en la cuenta de la posición con ganancias.

Las pérdidas que se produzcan deben ser entregadas diariamente en dinero, en tanto que las ganancias también serán pagadas diariamente en dinero.

## 3.2 CONTRATOS DE FUTUROS SOBRE DIVISAS

### 3.2.1 Origen

El mercado de futuros financieros surgió formalmente en 1972, cuando el Chicago Mercantile Exchange creó el International Monetary Market (IMM), una división destinada a operar futuros sobre divisas. Otro avance importante se produjo en el año de 1982, cuando se da inicio a la negociación de los Contratos de Futuro



sobre el índice de Standard & Poor's y otros índices bursátiles, casi simultáneamente en Kansas City, Nueva York y Chicago.

### **3.2.2 Definición**

Los Contratos de Futuro financieros sobre tipos de cambio, operan de manera semejante a los mercados de divisas a plazo. Un contrato de futuros sobre una determinada divisa, es un acuerdo de entregar o recibir la divisa en una fecha futura, al tipo de cambio contratado en la fecha presente. En este tipo de contratos aparecen dos tipos de precios durante su operación, el precio cash (efectivo) y el precio spot.

El precio cash, es aquel que cotizan las instituciones financieras basado en la oferta y la demanda inmediata que se tiene en el mercado. Este tipo de precio es cotizado en el momento en el que el comprador y el vendedor se ponen de acuerdo. Este tipo de precio no presenta fluctuaciones en el tiempo.

Los precios spot, son divisas que serán entregadas en un plazo de 48 horas, su cotización estará determinada por la oferta y demanda en el mercado interbancario, en este mercado participan todas las instituciones autorizadas que se dedican a la compra y venta de divisas. Este mercado opera las 24 horas del día y es a través de sistemas electrónicos y por vía telefónica.



### 3.2.3 Tipos

Los futuros financieros comenzaron a negociarse a partir de los años 70 y por orden de aparición, los activos en los que se basan son los siguientes:

- Divisas
- Tipos de interés (instrumentos de deuda y depósitos interbancarios)
- Índices bursátiles

### 3.2.4 Riesgos

Para este tipo de operaciones los riesgos financieros se dividen en dos: los riesgos de transacción (se cambia una divisa por otra); y los riesgos de traducción (se refieren al peligro de expresar el valor de una divisa en términos de otra sin existir un cambio físico de divisas).

Para que se pueda efectuar este tipo de cobertura es necesario conocer el tipo de riesgo al que se está expuesto, monto y fecha. Con esto, se puede realizar en el presente la transacción que pretende realizarse en el futuro, con el fin de aprovechar los precios actuales y tener la certeza de los costos futuros.

### 3.2.5 Ejemplo

Para tener un concepto más claro de este tipo de contratos, a continuación se expone un ejemplo sobre contrato de futuros sobre variaciones en el tipo de



cambio del dólar.

Suponiendo que este es el mes de Julio y que una empresa A, con base en Estados Unidos, sabe que en septiembre tendrá que pagar un millón de libras esterlinas por mercancías compradas a un proveedor inglés.

El cambio de divisas actual es de 1,6920 y en septiembre, el precio de contratos de futuro IMM sobre la libra esterlina es de 1,6850. Esto significa que, sin tener en cuenta comisiones ni otros costos de transacción, el tipo de cambio para una entrega inmediata es 1,6920 por 1£, y el tipo de cambio para la entrega en septiembre es 1,6850 por 1£.

La empresa A podría utilizar un sistema de cobertura para evitar el riesgo del tipo de cambio adoptando una posición larga en contratos de futuros valorados en septiembre en un millón de libras. (Cada contrato negociado en el IMM va destinado a la entrega de 62.500 libras y, por lo tanto, se deberían comprar 16 contratos). Sin tener en cuenta comisiones ni otros costos de transacción, los contratos tienen el efecto de fijar el precio a pagar al exportador británico en 1.685.000 dólares.

Ahora se considera otra empresa de Estados Unidos, a la que se llamará empresa B, que exporta al Reino Unido y que en Julio tiene la certeza de que en septiembre recibirá 3 millones de libras. La empresa B puede cubrir su riesgo sobre divisas vendiendo contratos de futuro que venzan en septiembre. (En este caso, se necesitarían 48 contratos a fin de que la posición "corta" total de la empresa fuera de  $48 \times 62.500\text{£}$  o 3 millones de libras.)

La compañía habría fijado de este modo la cantidad de dólares U.S.A., a recibir a



cambio de las libras esterlinas, en 5.055.000 dólares (= 3 x 1.685.000\$).

Hay que tener en cuenta que si las empresas no utilizan cobertura pueden obtener mas beneficio que de utilizarla, aunque también pueda suceder lo contrario.

Considerando la empresa A, si el tipo de cambio está en 1,6600 en setiembre y la empresa no ha realizado la cobertura, el millón de libras a pagar se transformará en 1.660.000 dólares, lo cual es inferior a 1.685.000 dólares. Por otra parte, si el tipo de cambio esta en 1,7100, el millón de libras costará 1.710.000 dólares y la empresa se lamentará por no haberse cubierto. La posición de la empresa B, si no opta por la cobertura, será justamente la contraria. Si el tipo de cambio en septiembre resulta ser menor que 1,6850 se felicitará de no haberlo hecho.

El costo o precio recibido por el activo subyacente está garantizado; sin embargo, no existe seguridad de que el resultado sea mejor o peor que sin cobertura.

Los contratos de futuro, son de características tan particulares que requieren un seguimiento diario de la evolución de precios y del volumen negociado. Incluso, cuando el mercado se presenta inestable este control debería realizarse hora a hora, ya que las fluctuaciones de precios pueden tener un impacto considerable en las posiciones del inversionista.

### **3.3 CONTRATOS DE FUTURO SOBRE GRANOS**

#### **3.3.1 Origen**

La existencia de estos mercados data de la antigüedad ya que en China, Arabia,



Egipto e India se operaba con muchas de las características actuales.

El primer uso registrado de estos mercados fue en Japón en el año 1697. En la era de Tokugawa. En esa época la renta era pagada en arroz y a los señores feudales se les obligaba a mantener dos casas de depósito una en el campo y otra en la ciudad. Como frecuentemente debían hacer frente a alguna emergencia, comenzaron a emitir tickets (certificados de depósito). Los comerciantes comenzaron a comprar esos tickets para anticiparse a necesidades (cobertura).

### **3.3.2 Definición**

Los Contratos de Futuro son aquellos en los cuales las partes se comprometen a comprar o vender en el futuro un determinado bien (producto agrícola), definiendo en el presente la cantidad, precio, y fecha de vencimiento de la operación.

### **3.3.3 Tipos**

Existen cinco grandes grupos para la clasificación de las mercaderías básicas (Ver Anexo No.1):

- Granos y oleaginosas (grains and oilseeds)
- Ganado y Carne (Livestock and meat)
- Alimentos y fibras (food and fiber)
- Metales y Petróleo (metals and petroleum)
- Madera (Wood).



### 3.3.4 Riesgos

En este tipo de operaciones, se habla de riesgo crediticio (de ambas partes, comprador y vendedor), riesgo de cumplimiento, liquidez del mercado y garantías, por lo que para operar en un mercado eficiente y dar una garantía absoluta de los mercados es que se creó “La Cámara de Compensaciones”.

### 3.3.5 Ejemplo

Para tener un concepto más claro de este tipo de contratos, a continuación se expone un ejemplo sobre contrato de futuros sobre el oro.

Considere un inversor que contacta con su agente el jueves tres de junio de 1993 para la compra de dos contratos de futuro sobre el oro para diciembre de 1993 en el New York Commodity Exchange (COMEX). Se supone que el precio actual de futuros es de 400 dólares por onza. Como el tamaño del contrato es por 100 onzas, el inversor habrá contratado comprar un total de 200 onzas a ese precio. El agente exigirá al inversor un depósito de fondos en lo que se denomina cuenta de garantía. La cantidad que debe ser depositada en el momento en que entra el contrato se denomina garantía o depósito de garantía inicial. Se supone que este es de 2000 dólares por contrato, 4000 dólares en total. Al finalizar cada día de negociación la cuenta de garantía es ajustada para reflejar las ganancias o pérdidas del inversor. A esto se le llama ajuste al mercado y consiste en la liquidación diaria de pérdidas y ganancias de la cuenta.





Suponga, por ejemplo, que antes del final del día 3 de junio, el precio del futuro ha caído desde 400 dólares a 397 dólares. El inversor tendrá una pérdida de  $200 \times 3\$$  es decir 600 dólares. Esto ocurre porque las 200 onzas de oro para diciembre, que se contrataron comprar a 400 dólares ahora solo pueden ser vendidas a 397 dólares. El saldo en la cuenta de garantía se vería, por tanto, reducido en 600 dólares hasta 3400 dólares. De forma similar, si el precio del oro para diciembre sube a 403 dólares antes de acabarse el primer día, el saldo en la cuenta de garantía se vería incrementado en 600 dólares hasta 4600 dólares. La liquidación de pérdidas y ganancias de un contrato se hace por primera vez al cierre del día en que la negociación tiene lugar así como al cierre de los días subsiguientes.

Por tanto, al final del periodo pactado el inversor tendrá una pérdida o ganancia que dependerá del precio en que cierre el mercado del oro en diciembre. Nuevamente se reitera que el coste o precio recibido por el activo subyacente está garantizado; sin embargo, no existe seguridad de que el resultado sea mejor o peor que sin cobertura.

### 3.4 GENERALIDADES SOBRE LOS CONTRATOS DE FUTURO

Algunas de las generalidades de los Contratos de Futuro, son las siguientes;

**Base de los contratos de futuro.** – Es la diferencia entre el precio local de contado de un producto físico y el precio de un contrato específico de futuros del mismo producto físico en un momento dado.

**Usos de la Base.** - Se usa para determinar el mejor momento para comprar o



vender, así como cuando usar los contratos de futuro para proteger una compra o una venta, o para conocer el mes de futuro en que conviene colocar una cobertura, cuando aceptar la oferta de un comprador o un vendedor, o determinar ofertas de reventa.

**Factores que Influencian la Base.** – Debido a que la base refleja las condiciones del mercado local, esta influenciada directamente por varios factores, como los costos de transporte, condiciones locales de oferta y demanda, tales como la calidad, disponibilidad y necesidad del grano, clima local, costos de interés y almacenamiento, costos de maniobra y márgenes de ganancia.

**La Cobertura.** - Es una protección de precio con el propósito de minimizar las pérdidas en la producción, almacenamiento, procesamiento y comercialización de un producto.

**Dos tipos de cobertura.** - La de venta y la de compra. La cobertura de venta las utilizan quienes tratan de proteger el precio de venta futuro de un producto contra una posible baja del mismo. Esta cobertura es utilizada por un productor para sus cultivos o por un operador de silos que esta almacenando granos. La cobertura de compra la utilizan aquellos que tratan de proteger el precio de compra futura de un producto ante una posible alza. Puede ser utilizada por un operador de silos que aún no compró granos o por un exportador para cubrir el costo de los productos que se comprometió a entregar en el exterior.

**Liquidación de Contratos de Futuro.** - El proceso de liquidación puede ser realizado anticipadamente o al vencimiento.



**Liquidación de Contratos de Futuro Anticipadamente.** - Se efectuará mediante la ejecución de una operación a futuro inversa a la determinada en el interés abierto, es decir, realizar una compra cuando se tiene una posición vendedora o una venta cuando se tiene una posición compradora.

**Liquidación de Contratos de Futuro Al Vencimiento del Instrumento en Cambio.** - Se liquidan en forma definitiva todos sus intereses abiertos, utilizando para la valorización y determinación de las pérdidas y ganancias, el precio de referencia del mercado contado del activo objeto.

**Condiciones de la Materia Prima para ser negociada en un mercado de Futuros.** - Debe haber volatilidad en el precio: si no hay volatilidad no existe riesgo en tal negociación, ni existe la posibilidad de un beneficio especulativo. No todas las materias primas tienen suficiente volatilidad. Debe ser suficientemente homogénea: la homogeneidad de la materia prima va a permitir que pueda ser contratada conforme a unas características bien definidas, es decir que puedan ser estandarizadas en las condiciones de calidad y entrega. Esta fue una limitación importante en la implantación de los contratos de futuro en el sector cárnico. Debe tener una estructura de mercado competitiva: se requiere un gran número de compradores, vendedores y operadores. A su vez se requiere un volumen de negociación que permita soportar el mercado de futuros.

**Cancelación de los contratos de futuro.** - Los contratos de futuro se pueden cancelar de dos formas, por compensación o con la entrega de la mercadería.



**Cancelación por compensación.** - La cancelación por compensación consiste en realizar un contrato de futuro tomando una posición opuesta a la del contrato que se quiere cancelar. Por ejemplo un productor vende un contrato de trigo enero; para cancelarlo por compensación deberá comprar trigo enero. Con esta última operación cancela su operación de venta original desligándose del compromiso asumido con el mercado de futuros.

**Cancelación mediante la entrega de la mercadería.** - La cancelación con la entrega de la mercadería se puede realizar únicamente en el mes de vencimiento del contrato.

### **3.5 APECTOS SOBRE EL REGIMEN CAMBIARIO DE COSTA RICA**

El régimen cambiario es un tema al cual se debe hacer referencia en este estudio. A continuación se explicará el tipo de cambio utilizando el sistema de mini devaluaciones, el cual es el que se utiliza hoy día en Costa Rica, seguidamente se explicará el tipo de cambio basado en las bandas cambiarias, ya que para el tercer trimestre de este año es el que el Banco Central desea utilizar., y cual va a afectar el mercados de futuros.

#### **3.5.1 Sistema de Minidevaluaciones**

##### **3.5.1.1 Aspectos a considerar en la proyección del tipo de cambio**

Si bien es cierto, no existe una forma certera y exacta de predecir el tipo de cambio a plazo, si hay algunas consideraciones que se deben tener presentes porque podrían dar una guía importante sobre cual sería una tendencia probable.



El primer paso consiste en analizar la situación de la Balanza de Pagos, con el fin de determinar aquellas economías que son candidatas a un ajuste importante en los tipos de cambio. Se debe fijar la atención en primer lugar en las Reservas Monetarias Internacionales, para lo cual, es necesario identificar su comportamiento mas reciente. Así por ejemplo, una baja considerable en las reservas monetarias podría indicar una mayor necesidad de devaluación.

Un segundo indicador utilizado, es el comportamiento de la Balanza Comercial, particularmente en cuanto al comportamiento de su resultado en el largo plazo y a la tendencia mostrada. Así por ejemplo, un déficit creciente nos mostrará una mayor probabilidad de devaluación que un déficit decreciente o que un superávit.

En tercer lugar, se debe de fijar nuestro interés en el comportamiento de la inflación local con relación a la de los países con los cuales comercializamos, ya que en una economía abierta, uno de los elementos a considerar para mantener la competitividad de las exportaciones es devaluar, con el fin de ajustar los costos internos con los precios externos. Por lo tanto, una inflación interna superior al promedio de las inflaciones de los países con que mantenemos comercio internacional, será señal de una eventual devaluación.

Un cuarto elemento al cual se debe poner atención es el comportamiento de la oferta monetaria. Para ello se compara la variación en la oferta monetaria entre la variación en el PIB y obtenemos un indicador, el cual debe compararse con el de otros países. Si el indicador es mayor que el resto, es decir, si nuestra oferta monetaria esta creciendo más que nuestra producción, en relación con lo que crece la oferta monetaria de otros países, nuevamente se tendrá un indicador que evidencia, la necesidad de devaluar.



Como quinto elemento, se debe analizar la composición de nuestras exportaciones y en el caso que se encuentre alguna concentración importante en esos productos (por ejemplo banano, turismo, café, entre otros), se puede analizar el comportamiento de su precio en los mercados internacionales. Como regla general, (dado un nivel de importaciones) cuanta más alta sea la dependencia de un país a un determinado producto, mayor será también la volatilidad de su moneda; a menores precios de cotización de este producto, mayor será la presión por ajustes en el tipo de cambio.

Un sexto y último elemento de predicción sobre la necesidad de devaluar se encuentra en el servicio de la deuda externa, comparada con el total de exportaciones de bienes y servicios.

Una vez que se han identificado posibles requerimientos de ajuste en el precio de la divisa, debemos concentrarnos en la magnitud del cambio del precio de la moneda.

### **3.5.2 Sistema de Bandas Cambiarias**

Este sistema puede considerarse como un híbrido entre el régimen de tipo de cambio fijo y el flotante. El Banco Central determina un valor para el tipo de cambio nominal, basado en algún criterio (por ejemplo, la paridad del poder de compra) y fija límites, inferior y superior, dentro de los cuales puede oscilar el tipo de cambio observado de acuerdo con las condiciones del mercado. La autoridad



monetaria intervendría en dicho mercado cada vez que el tipo de cambio se acerque a alguno de los límites, tratando de mantenerlo dentro de la banda preestablecida.

Bajo este régimen, el tipo de cambio tendría la flexibilidad suficiente para responder a choques internos y externos lo cual minimizaría los posibles efectos adversos sobre la asignación eficiente de los recursos, al tiempo que se le otorga alguna autonomía a la política monetaria. También elimina o reduce la posibilidad de especulación desestabilizadora de la tasa de cambio. La intervención de la autoridad encargada de la política cambiaria para mantener el valor de la divisa dentro de ciertos límites, permite una menor variabilidad del tipo de cambio nominal con lo que se logra dar estabilidad al tipo de cambio real y a los precios internos. Además, se introduce un ancla a las expectativas cambiarias en el mediano plazo.



## **CAPÍTULO IV**

### **MARCO LEGAL**





#### **4.0 Marco Legal**

En este capítulo se hará un breve resumen de las principales Leyes que se encuentran vigentes en Costa Rica para operar con contratos a futuro:

- Ley 7732 Reguladora del Mercado de Valores
- Reglamento sobre Contratos de Diferencia, de la Bolsa Nacional de Valores
- Reglamento para el uso de Derivados en Moneda Extranjera, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7558.
- Reglamento para las Operaciones Cambiarias, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7558.
- Ley sobre el Régimen de Relaciones entre Productores, Beneficiadores y Exportadores de Café.
- Coffe “C” Rules, de la Bolsa de New York (NYSE)

#### **4.1 Ley 7732 Reguladora del Mercado de Valores**

A continuación se comentan los principales artículos de la Ley Reguladora del Mercado de Valores que están directamente relacionados con la operación de Contratos a Futuro en Costa Rica. En el Anexo No. 2 se detallada cada uno de estos artículos en forma completa.



## **Artículo 6. Inscripción**

Este artículo le exige la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, a todas las personas tanto físicas como jurídicas que participen directa o indirectamente en los mercados de valores, excepto los inversionistas, así como en los actos y contratos referentes a estos mercados y en las emisiones de valores de las cuales se vaya a realizar oferta pública.

De acuerdo con este artículo todas las personas tanto físicas como jurídicas que deseen utilizar los contratos de futuro o contratos de diferencia (como son llamados en Costa Rica), deben estar inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

## **Artículo 12. Formas de colocación**

Según este artículo las emisiones deberán colocarse directamente o bien por medio de la Bolsa, pero aclara que nunca se debe confundir al inversionista. Se debe ser muy detallado con las condiciones en las que se va a negociar para que no exista mala difusión de la información y por lo tanto no se perjudique al inversionista.

Esta regla se considera importante, ya que no limita al inversionista a hacer sus transacciones solamente en el país, y le da libertad para hacerlo donde considere conveniente.



## **CONTRATOS DE BOLSA**

### **Artículo 41. Celebración**

En este capítulo se hace referencia a la definición de los contratos de Bolsa: “Son contratos de bolsa los que se celebren en las bolsas de valores por medio de puestos de bolsa y tengan como objeto valores admitidos a negociación en una bolsa de valores”. Explica que los contratos de bolsa deben ser interpretados y ejecutados de buena fe.

Los contratos a futuro o de diferencia, como bien lo dice el artículo 41, se celebran o se negocian en la Bolsa Nacional de Valores y por medio de los puestos de Bolsa del país. Es importante que el inversionista esté enterado que son los Puestos de Bolsa quienes trabajan con contratos a futuro en Costa Rica, y quienes lo hacen con autorización de la SUGEVAL.

### **Artículo 43. Operaciones del mercado de futuros**

Según este artículo las operaciones de mercados de futuros serán exigibles el día estipulado en el contrato y todas tendrán el mismo día de vencimiento. Las normas sobre vencimiento serán reglamentadas por la respectiva bolsa.

El reglamento de la bolsa fijará los márgenes o coberturas que deberán depositar los contratantes en los puestos de bolsa, para celebrar contratos de futuro y mantener su posición. También establecerá el sistema de vigilancia sobre el



manejo de estos márgenes y los requisitos que los puestos deberán llenar para intervenir en operaciones de futuro<sup>3</sup>.

#### **Artículo 150. Obligación de informar**

Según este artículo la Superintendencia podrá ordenar a los emisores de valores y a cualquier otra entidad relacionada con los mercados de valores, que comunique de inmediato al público, cualesquiera hechos o informaciones que a su criterio sean relevantes para el público inversionista y cuya difusión sea necesaria para garantizar la transparencia del mercado.

Este artículo es importante porque el inversionista en contratos de futuro debe tener conocimiento sobre las modificaciones o comunicados que se refieran al tema, ya que se puede ver afectado financieramente y operativamente por el desconocimiento de algún detalle.

#### **4.2 Reglamento sobre Contratos de Diferencia.**

La Bolsa Nacional de Valores emitió un Reglamento sobre los Contratos de Diferencia, en el año 2006, tal y como son llamados los Contratos de Futuro en Costa Rica.

---

<sup>3</sup> En el Punto 4.2 de este capítulo se detalla el Reglamento sobre Contratos de Diferencia, de la Bolsa Nacional de Valores, en el que se detallan cada uno de los aspectos que reglamentan la operación de contratos a futuro o de diferencia en Costa Rica.



Los aspectos relevantes de dicho reglamento son detallados a continuación, sin embargo, en el Anexo No. 3, se adjunta el Reglamento completo.

### **Artículo 3. Autoridad para Operar:**

La Bolsa Nacional de Valores debe de autorizar cada puesto de bolsa que desee operar contratos de diferencia, y estos puestos deben cumplir con los siguientes requisitos:

- Debe de poseer al menos un agente de Bolsa debidamente inscrito, así como haber aprobado el examen de negociación de Contratos de Diferencia que determina la Bolsa de Valores.
- Carta en la cual el Puesto de Bolsa consta que tanto el Gerente como el o los agentes de bolsa han recibido la capacitación sobre negociación de Contratos de Diferencia.
- Contar con políticas y procedimientos internos de control de riesgo.

### **Artículo 4. Características de los Contratos de Diferencia.**

Hay tres tipos de contratos de diferencia, cada uno con sus respectivas características establecidas por la Bolsa Nacional de Valores, los cuales son detallados a continuación:

1. Contratos de Diferencia ICP<sup>4</sup>-LIBOR. El objeto de este contrato es establecer la obligación entre las Partes de liquidar en efectivo, en una

---

<sup>4</sup> Inversión de captación de recursos de Corto Plazo.



fecha futura, un monto basado en el diferencial entre el rendimiento de un ICP en colones en la fecha de la operación y el rendimiento de un ICP que habría dado el mismo rendimiento como dólares invertido a la tasa de LIBOR en el mismo período.

2. Contratos de Diferencia Tasa Básica. El objeto de este contrato es establecer la obligación entre las Partes de liquidar en efectivo en una fecha futura específica un monto basado en el diferencial entre una tasa de interés en colones acordado en la fecha de la operación y la tasa básica en colones en la fecha futura específica.
3. Contratos de Diferencia Tasa LIBOR. El objeto de este contrato es establecer la obligación entre las Partes de liquidar en efectivo en una fecha futura específica un monto basado en el diferencial entre una tasa de interés en dólares acordada en la fecha de la operación y la Tasa LIBOR en dólares en la fecha futura específica.

#### **Artículo 7. Responsabilidad exclusiva de las partes.**

La responsabilidad del fin de estas operaciones no será asumida por la Bolsa de Valores, dicha responsabilidad es asumida por las partes, y esto mismo debe ser informado a los clientes antes de cualquier negociación.

Para la negociación de estas operaciones, el puesto de bolsa deberá suscribir un contrato con la Bolsa de Valores, y esta a la vez deberá dar seguimiento a todas las transacciones y velará por la adecuada formación de precios, mientras que los puestos de bolsa deberán exigir a los clientes las garantías necesarias para cumplir con las responsabilidades adquiridas.



### **Artículo 8. Operaciones Realizadas.**

Una vez que las partes acuerden el tipo de contrato de diferencia, la fecha de entrega, número de contratos, posición de compra o venta y el precio de contado, se dará por realizado una operación de Contrato de Diferencia. Los puestos de bolsa deben de confirmar con su contraparte los detalles de la operación en forma escrita.

### **Artículo 10. Reporte de Transacción.**

Todo Contrato de Diferencia realizado por un puesto de bolsa deberá ser informado a la Bolsa de Valores en los 15 minutos posteriores a la confirmación de la operación, por medio de un formulario<sup>5</sup> establecido. Esto con el fin de cumplir con el Artículo No. 150 “Obligación de Informar” de la Ley No. 7732, que regula el mercado de Valores.

### **Artículo 13. Liquidación.**

Se deberá liquidar el monto de liquidación final por cada uno de los contratos negociados en dicha operación, con respecto al tipo de Contrato de Diferencia respectivo.

### **Artículo 14. Suspensión de Negociación.**

La Bolsa de Valores debe de velar por un adecuado funcionamiento del mercado y por la protección de los inversionistas por lo que un motivo de no autorización en

---

<sup>5</sup> Ver Anexo No.3 Párrafo No.4



la negociación de Contratos de Diferencia será cuando exista suspensión de la cotización de los activos subyacentes en el mercado de contado.

#### **Artículo 15. Garantías.**

Los puestos de bolsa, tanto vendedor como comprador, deben de cumplir a la Bolsa de Valores con una garantía establecida para cada tipo de Contrato de Diferencia.

#### **Artículo 16. Administración de las garantías.**

Todas las garantías entregadas a la Bolsa de Valores son ingresadas a un fideicomiso en el cual la Bolsa actúa como fiduciario, teniendo en cuenta atribuciones tales como, invertir los fondos y aplicar las rentas generadas proporcionalmente y disponer de dichos recursos para ajustes o liquidaciones.

#### **Artículo 17. Vigencia.**

La vigencia de cada contrato de diferencia rige a partir de su comunicación.

### **4.2.1 Reglas de Negocio para Contratos de Diferencia. Capítulo VII. Otros Servicios**

Esta sección explica cada uno de los pasos que los puestos de bolsa deben seguir en las operaciones de Contratos de Diferencia, así como los formularios que deben de utilizar y las tarifas y comisiones de los servicios.





#### **4.2.1.1 Características de inversionistas**

Los puestos de bolsa pueden negociar Contratos de Diferencia por cuenta de clientes que cumplan con las siguientes características:

- a. Ser inversionistas institucionales o sofisticados
- b. Ser personas jurídicas con activos totales de al menos diez millones de dólares (\$10,000,000), o su equivalente en colones, según los estados financieros auditados al fin del periodo financiero anterior.

#### **4.2.1.2 Fechas de Entrega**

Los puestos de bolsa sólo podrán negociar Contratos de Diferencia con las siguientes fechas de entrega:

- a. Para Contratos de Diferencia ICP-LIBOR– (i) 15 días después de la fecha de la operación o (ii) 30 días después de la fecha de la operación.
- b. Para Contratos de Diferencia Tasa Básica y Tasa LIBOR – (i) 15 días después de la fecha de la operación; (ii) 30 días después de la fecha de la operación; (iii) 60 días después de la fecha de la operación o (ii) el 90 días después de la fecha de la operación.



#### 4.2.1.3 Reportes a la Bolsa

Toda operación de Contratos de Diferencia deberá ser reportada a la Bolsa Nacional de Valores, por ambos puestos de bolsa contrapartes, por medio de los formularios adjuntos en el Anexo No.3.

#### 4.2.1.4 Garantía

El monto de la garantía que el puesto de bolsa deberá entregar a la Bolsa de Valores será el siguiente:

- a. Para Contratos de Diferencia ICP-LIBOR – 1.0% del valor nominal de la operación, para cada mes, o parte de un mes que haya entre la fecha de la operación y la fecha de entrega. La garantía se debe pagar en efectivo y en colones usando como referencia el Precio Promedio de MONED después del cierre de MONED<sup>6</sup> en el día antes de la Fecha de Operación. La garantía se debe pagar el día siguiente a la fecha de operación, a través de deducción de la hoja de liquidación del puesto de bolsa.
  
- b. Para Contratos de Diferencia Tasa Básica –
  - (i.) 1.0% flat del valor nominal de la operación para operaciones con fecha de entrega a 15 o 30 días después de la fecha de la operación.

---

<sup>6</sup> Ver Anexo No.4, MONED



- (ii.) 1.25% flat del valor nominal de la operación para operaciones con fecha de entrega a 60 días después de la fecha de la operación.
- (iii.) 1.75% flat del valor nominal de la operación para operaciones con fecha de entrega a 90 días después de la fecha de la operación.

c. Para Contratos de Diferencia Tasa LIBOR –

- (i.) 1.0% flat del valor nominal de la operación para operaciones con fecha de entrega a 15 o 30 días después de la fecha de la operación.
- (ii.) 1.25% flat del valor nominal de la operación para operaciones con fecha de entrega a 60 días después de la fecha de la operación.
- (iii.) 1.75% flat del valor nominal de la operación para operaciones con fecha de entrega a 90 días después de la fecha de la operación.

#### **4.2.1.5 Cargos por Omisión de Información.**

En caso de retraso en entrega del reporte de operación de Contratos de Diferencia posterior al plazo límite de presentación de las 5 p.m. del día siguiente a la realización de la transacción. La tarifa a cobrar es de US \$100 de base y un escalón de US \$100 por día de atraso.

En caso de atraso en entrega del reporte de liquidación de Contratos de Diferencia posterior al plazo límite de presentación de las 4 p.m. del día de la fecha de liquidación de la operación. La tarifa a cobrar es de US \$100 de base y un escalón de US \$100 por día de atraso.



#### 4.2.1.6 Cálculo de las Comisiones.

A continuación se muestra el cálculo de las comisiones por tipo de contrato de Diferencia:

RANGO	TARIFA	Ejemplo de Cálculo			COMISIÓN
		Tipo de contrato	Valor Nominal	Numero de contratos	
Flat	\$0.50 por contrato	Contratos de Diferencia ICP-LIBOR	\$1,000,000	100	\$50

#### Nota

- La tarifa aplica a ambas posiciones (compradora y vendedora).
- La tarifa se aplica y se cobra en dólares.

#### 4.3 Reglamento para el uso de Derivados en Moneda Extranjera, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7558.

A continuación se comentan los principales artículos del I Reglamento para el uso de Derivados en Moneda Extranjera, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7558, que influyen en la operación de Contratos de Futuro Financieros en Costa Rica. En el Anexo No. 5 se detalla cada uno de estos artículos en forma completa.



### **Artículo 3. Finalidad de las operaciones con derivados**

Este artículo explica que las entidades financieras autorizadas podrán realizar las operaciones con derivados financieros, directamente o mediante la contratación de compañías de inversión. El objeto de dichas operaciones será cubrir el riesgo derivado de las fluctuaciones de las tasas de interés en el mercado internacional, que las afecten por los descálces que registren por mantener activos a tasas fijas y pasivos a tasas variables o viceversa, como también, en los casos en que las tasas de interés de sus activos y pasivos sean variables, pero estén pactadas a plazos distintos o con tasas de referencia diferentes.

Este artículo es de suma importancia para las empresas que deseen negociar contratos a futuro Financieros sobre las tasas de interés, ya que explica la finalidad de invertir en este tipo de instrumento financiero y así no se vean perjudicadas por las variaciones en las tasas de interés.

### **Artículo 4. Supervisión**

El uso de derivados financieros para cobertura de tasas de interés por parte de los intermediarios financieros será supervisado por la Superintendencia General de Entidades Financieras, según las funciones que la ley le encomienda y lo consignado en el presente reglamento.

### **Artículo 6. Suspensión de autorización para realizar operaciones de cobertura**

Según este artículo la Superintendencia General de Entidades Financieras podrá



suspender o revocar su autorización si la entidad deja de cumplir cualquier requerimiento o disposición del presente reglamento o no proporcione la información que la Superintendencia solicite.

### **Artículo 7. Operaciones autorizadas**

En este artículo se explica que para efectos de lo normado en el presente reglamento, solo se podrían realizar operaciones con derivados financieros en moneda extranjera sobre tasas de interés que se especifican a continuación

- Contratos a futuro de tasas de interés (futures) y opciones (en sus modalidades call o put) en bolsas oficiales extranjeras.
- Combinaciones de los productos anteriores.

Es importante tener conocimiento de este artículo ya que explica a la empresa que va a invertir cuáles son los tipos de derivados en los que se permite operar en el país.

### **Artículo 9. Plazos de cobertura**

Los plazos a los cuales se pacten las operaciones de cobertura no podrán exceder en más de un mes el plazo del activo u obligación cuyo riesgo se pretende cubrir.

Cuando los plazos de los contratos de cobertura disponibles en los mercados financieros sean menores al plazo del activo u obligación respectiva, se podrá restablecer la cobertura deseada sustituyendo el instrumento por vencer con contratos de posterior vencimiento.



Conocer el plazo permitido para invertir es de suma importancia para el negocio, ya que permite que la empresa haga un presupuesto financiero para enfrentar los gastos de operación en este período.

### **Artículo 10. Documentación**

Cada operación derivada se documentará por escrito a través de una confirmación, en la que se establecerán las reglas particulares de la operación, como la fecha y forma de liquidación, el monto de la operación, el importe de la prima y las garantías y demás características de las operaciones de que se trate.

Adicionalmente, las operaciones derivadas que se realicen en mercados internacionales no organizados, se celebrarán al amparo de contratos marco, los cuales deberán contener al menos los lineamientos y directrices de carácter general que se establecen en los contratos aprobados por la International Swaps and Derivatives Association, Inc.<sup>7</sup>, siempre y cuando ello no vaya en contra de las disposiciones nacionales aplicables.

Es importante que el inversionista esté enterados que esta documentación es un requisito indispensable que debe presentar para poder operar en condiciones normales en el mercado de derivados.

---

<sup>7</sup> Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA).



#### **4.4 Reglamento para las Operaciones Cambiarias, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7558.**

Seguidamente se describirán los principales artículos del Reglamento para las Operaciones Cambiarias, de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, Ley 7558 (Ver Anexo No 5), que influyen en el presente estudio, debido a que uno de los casos presentados es de Contratos de Futuro sobre las variaciones en el tipo de cambio del dólar, por tanto, es importante conocer la ley que ha utilizado nuestro país para fijar el tipo de cambio del dólar estadounidense.

##### **Artículo 3: Tipo de Cambio de Referencia**

El Banco Central de Costa Rica calculará diariamente un Tipo de Cambio de Referencia para la compra y otro para la venta, los cuales serán utilizados, según corresponda, para los efectos que contemplen las diferentes Leyes, reglamentos, normas y disposiciones generales.

Los tipos de cambio de compra y venta de referencia de cada día serán calculados por el Banco Central de Costa Rica con base en un promedio ponderado de las transacciones cambiarias de compra y venta efectuadas por cada una de las entidades autorizadas el día hábil tras anterior, ajustados por la variación en el tipo de cambio promedio del sistema "MONED"<sup>8</sup> para el día anterior. Para estos efectos se utilizarán, respectivamente, los tipos de cambio de compra y de venta promedios ponderados de la totalidad de las transacciones de divisas con el público.

---

<sup>8</sup> Ver Anexo No. 4, MONED





Es importante que el inversionista de Contratos de Futuro Financieros, se informe de cómo se fijan los tipos de cambio de referencia en el mercado costarricense, ya que como se indica en el artículo anterior estas referencias serán utilizadas para todos los efectos que contemplen las leyes, reglamentos y normas.

#### **Artículo 5: De la información a suministrar**

Todas las entidades autorizadas a participar en el Mercado Cambiario deberán suministrar al Banco Central de Costa Rica la siguiente información sobre operaciones cambiarias:

- a) Comunicar diariamente, de conformidad con el instructivo que remitirá el Banco Central de Costa Rica, el monto en moneda nacional y extranjera de compras y ventas de divisas realizadas en el Mercado Cambiario, en las formas y detalles y medios que se establezcan.
- b) Calcular e informar diariamente su posición autorizada y real en divisas, con excepción de aquellos entes o empresas que participen a nombre y por encargo de exportadores, importadores y otros negociadores de divisas.
- c) Comunicar diariamente por el sistema electrónico disponible o cualquier otro medio que acepte el Banco Central de Costa Rica, los tipos de cambio para la compra y venta de divisas vigentes en ventanilla para la apertura y el cierre del día.

Según este artículo las entidades financieras deben comunicar al BCCR diariamente los aspectos que correspondan a las divisas internacionales, aspecto relevante para que el inversionista esté informado de las negociaciones que se



realizan en el Puesto de Bolsa al que pertenece.

#### **4.5 Reglamento de la Bolsa de Nueva York (NYSE)**

A continuación se hace referencia a uno de los Reglamentos del Mercado de Derivados de los Estados Unidos (Ver Anexo No.6), esto con fin dar a conocer los diferentes marcos legales que pueden existir, dependiendo del país en el que se quiera participar.

La Bolsa de Nueva York es una de las bolsas más importantes a nivel internacional en el área de los contratos de futuro basados en granos.

##### **4.5.1 Reglamento de la Bolsa de Nueva York respecto a contratos de futuros sobre el café.**

Para las personas jurídicas (Comission House) o físicas que transen contratos de futuro sobre el café en la Bolsa de New York el fundamento legal que rige, este tipo de inversiones es el conocido como "Cofee "C" Rules".

Este reglamento puede ser encontrado en la página web de la Bolsa de New York y hace mención a puntos como: Certificaciones de grado del café, requisitos que deben ser entregados a la Cámara de Compensación, entrega y pago, bodegaje y empaque, meses de entrega, entre otros.



#### **4.6 Ley sobre el Régimen de Relaciones entre Productores, Beneficiadores y Exportadores de Café<sup>9</sup>**

Esta ley tiene por finalidad determinar un régimen equitativo de relaciones entre productores, beneficiadores y exportadores de café, que garantice una participación racional y cierta a cada sector en el negocio cafetalero, de todas las transacciones con café producido en el territorio nacional.

Como se detallo anteriormente, las leyes costarricenses regulan las operaciones de contratos de futuro, sin embargo, el mercado actual no esta preparado para este tipo de derivados.

La legislación costarricense es clara y precisa, a pesar del poco o nulo movimiento de este mercado, pero es discriminatoria en el sentido de que solo empresas de gran capital pueden participar.

Seria injusto comparar la legislación costarricense versus la neuyorkina, ya que el mercado de Nueva York lleva la vanguardia en lo que son contratos de futuro.

Definitivamente, el mercado costarricense no esta muy familiarizado con estas leyes, por lo que la Bolsa Nacional de Valores debe incentivar las operaciones de contratos de futuros y así mantenerlo activo, pero solo así, mostrando interés y actividad en el mercado de derivados es que la Bolsa le pondría mas atención y mejoraría los reglamentos actuales.

---

<sup>9</sup> Ver Anexo # 7, Ley sobre relaciones entre Productores, Beneficiadores y Exportadores de Café.



**CAPÍTULO V**  
**ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN ACTUAL**  
**EN COSTA RICA SOBRE LOS**  
**CONTRATOS DE FUTURO**



## **5.0 Análisis de la Situación Actual en Costa Rica sobre los Contratos de Futuro**

El presente Capítulo, tiene por objetivo principal describir y analizar el desarrollo de los Contratos de Futuro (conocidos en Costa Rica como Contratos de Diferencia) en el mercado Costarricense; desde sus antecedentes, operatividad, beneficios, entre otros de los Contratos de Futuro sobre el tipo de cambio del dólar estadounidense y sobre los Mercados de Granos específicamente del Café en las empresas costarricenses.

Cabe destacar, que el mercado de los Contratos de Futuro se encuentra en auge, y a las puertas de un cambio en el sistema cambiario costarricense, por lo que se considera el impacto del mismo sobre los contratos de futuro.

### **5.1 Sistema Financiero Nacional**

#### **5.1.1 Definición Sistema Financiero Nacional**

Un sistema financiero permite la negociación de diferentes valores, contribuyendo con el establecimiento de los precios de mercado de un determinado instrumento y el costo de la intermediación. En ese sentido, el sistema financiero está constituido por un conjunto de oferentes y demandantes, los cuales interactúan en un mercado establecido, facilitando el establecimiento de los precios de los distintos valores.

A través de los años, los sistemas financieros han ido evolucionando hasta llegar a una estructura relativamente similar en el mundo entero, identificándose como componentes del sistema: una autoridad central, las entidades organizadoras de



los mercados a nivel operativo, las compañías autorizadas para realizar las transacciones, los proveedores de títulos valores y fondos por negociar, los demandantes de los títulos valores y de forma más reciente, instituciones que se dedican a la custodia de valores y otras dedicadas a la calificación de los mismos.

### 5.1.2 Participantes en el Sistema Financiero Nacional

En Costa Rica, se pueden identificar los diversos participantes de la siguiente manera:

- **Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero:** Es el Órgano de máxima jerarquía en el sistema bursátil, también llamado Consejo Nacional, el cual nace con el fin de ejercer un mejor control de las distintas superintendencias. Bajo su dirección funcionan: la Superintendencia General de Entidades Financieras, la Superintendencia General de Valores y la Superintendencia de Pensiones.
- **Superintendencia General de Valores:** La Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) es un Órgano de desconcentración máxima adscrito al Banco Central, que actúa como principal ente regulador y fiscalizador del mercado de valores costarricense.
- **Bolsa Nacional de Valores:** Las bolsa de valores tiene como papel primordial la organización general del mercado, facilitar las



transacciones con valores, así como ejercer funciones de autorización, fiscalización y regulación conferidas por la Ley, sobre los Agentes y Puestos de Bolsa.

- **Puestos de Bolsa:** Un Puesto de Bolsa es una sociedad anónima, autorizada por la Bolsa de Valores correspondiente, cuya actividad principal es proponer, perfeccionar y ejecutar, por cuenta de sus clientes o por cuenta propia, la compra o venta de valores, según las disposiciones legales y reglamentarias correspondientes.
  
- **Agentes de Bolsa:** Son las personas físicas representantes de un Puesto de Bolsa, titulares de una credencial otorgada por la respectiva bolsa de valores, que realizan las actividades bursátiles a nombre el Puesto ante los clientes y ante la Bolsa. El Agente de Bolsa debe conducir todos los negocios con lealtad, claridad y precisión, absteniéndose de prácticas que puedan inducir a error a las partes contratantes, y de su capacidad depende, en gran medida, el desarrollo y la dinámica del mercado de valores.
  
- **Emisores:** Los emisores son personas jurídicas que requieren de recursos financieros para atender sus planes particulares en el corto, mediano o largo plazo, para lo cual tienen la posibilidad de financiarse mediante la emisión de valores, ya sea deuda o acciones. Por ello se dice que constituyen la oferta de valores en el sistema



bursátil. Con el fin de brindarle transparencia al mercado, los emisores presentan ante la Superintendencia General de Valores, las bolsas, los puestos representantes y el público en general: información financiera periódica, un prospecto informativo acerca de la emisión, de la empresa, de su actividad, y del sector económico dentro del cual se desenvuelven, así como todo hecho relevante que de alguna manera pudiera afectar el desenvolvimiento de la institución, la cotización de los valores emitidos o su capacidad de pago.

- **Inversionistas** Constituyen la contraparte de los emisores. En otras palabras, son las personas físicas o jurídicas que disponen de recursos financieros, que prestan a cambio de la obtención de una ganancia. Con esos recursos, los inversionistas giran instrucciones a los Puestos de Bolsa para la realización de su inversión, mediante la compra de los valores emitidos por dichas empresas, tomando en cuenta en su decisión, factores de riesgo y rentabilidad. De esta forma se constituyen en la demanda por títulos valores en el sistema bursátil. Dentro de los principios que son base de la elaboración, interpretación y aplicación de las disposiciones y regulaciones determinadas tanto por el Consejo Nacional, la Superintendencia, las Bolsas y los mismos Puestos de Bolsa, está el principio de protección del inversionista. Lo anterior con el fin de brindarle a éste la seguridad adecuada y fortalecer su confianza en el mercado de valores.





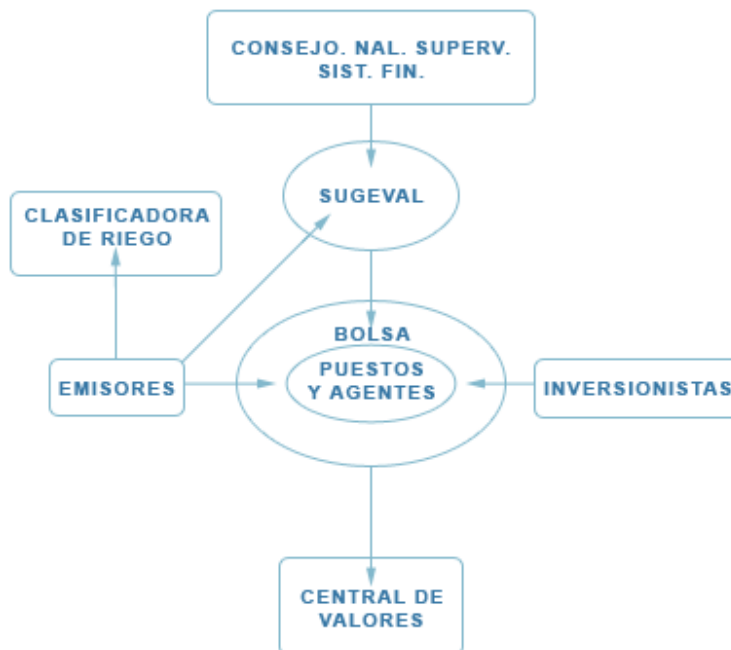
- **Central de Valores:** Son figuras creadas en los sistemas bursátiles con el fin de aumentar la seguridad y agilidad en el trasiego de valores que son objeto de operaciones realizadas en esos mercados. En Costa Rica opera desde 1983 la Central de Valores de la Bolsa Nacional de Valores. S. A. (CEVAL), en un inicio como una dependencia de la Dirección de Operaciones de la Bolsa Nacional de Valores, S.A., y a partir de 1993 como una empresa subsidiaria de la BNV; si bien en todo este período, la CEVAL ha concentrado sus operaciones en la custodia y administración de las transacciones hechas con valores, cuenta con la organización que le permite prestar los demás servicios que le autoriza la LRMV.
  
- **Clasificadoras de Emisiones:** La decisión de invertir involucra elegir entre una gama amplia de posibilidades con el fin de escoger la que se ajuste mejor a las necesidades particulares de cada inversionista. Atendiendo a este fin, han surgido empresas dedicadas a la calificación de riesgo de los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, sumándose como un elemento más de apoyo en la toma de decisiones del inversionista. Una calificación de riesgo es una opinión acerca del riesgo y capacidad de un emisor de un valor, de cumplir su obligación de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. Para ello, las empresas clasificadoras disponen de información actualizada sobre el emisor, el sector económico al que pertenece y la economía en general.



### 5.1.3 Esquema del Sistema Financiero Nacional

A continuación se presenta el Esquema del Sistema Financiero Costarricense

#### Esquema Sistema Bursátil de Costa Rica Septiembre 2006



Fuente: Bolsa de Valores de Costa Rica



## **5.2 Generalidades de la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica.**

### **5.2.1 Antecedentes**

La Bolsa Nacional de Valores es una empresa privada creada con el fin de facilitar la negociación de títulos valores; forma parte integral del Sistema Financiero costarricense y provee la regulación y supervisión de los mercados por ella organizados con el fin de facilitar la negociación de valores.

### **5.2.2 Misión**

Convertir la intermediación bursátil en una alternativa viable para el financiamiento de actividades empresariales y gubernamentales.

### **5.2.3 Visión**

Ser un centro eficiente y seguro de negociación para emisores e inversionistas

### **5.2.4 Objetivos Estratégicos**

- Promover el desarrollo del mercado primario.
- Garantizar la aplicación de estándares internacionales en la liquidación de las operaciones bursátiles.



- Convertir la información bursátil en un producto de valor.
- Organizar un mercado secundario líquido donde siempre se encuentre contraparte a un precio justo.
- Contribuir al desarrollo de la cultura bursátil.
- Desarrollar un marco reglamentario apropiado para el mercado bursátil que promueva la protección del inversionista.
- Velar por el cumplimiento del marco regulatorio.

### **5.2.5 Funciones**

- Canalizar el ahorro hacia la inversión productiva.
- Optimizar la asignación de los recursos financieros.
- Brindar liquidez a los títulos valores.
- Contribuir a la fijación de precios de mercado (tasas de interés, precio de las acciones, etc).
- De conformidad con la Ley Reguladora del Mercado de Valores tienen por único objeto facilitar las transacciones con valores, así como ejercer las funciones de autorización, fiscalización y regulación, conferidas por la ley, sobre los puestos y agentes de bolsa.

### **5.2.6 Obligaciones**

- Autorizar el funcionamiento de los Puestos de bolsa, y los Agentes de Bolsa.
- Regular y supervisar las operaciones de los participantes en bolsa y



velar porque se cumplan las disposiciones de la LRMV (Ley Reguladora del Mercado de Valores).

- Dictar los reglamentos sobre el funcionamiento de los mercados organizados por ellos.
- Ejercer la ejecución coactiva de las operaciones que se realicen en su mercado.
- Declarar la nulidad cuando corresponda según lo indicado por su Reglamento, de las operaciones realizadas en su mercado.
- Suspender por decisión propia u obligatoriamente por orden de la Superintendencia la negociación de valores cuando existan condiciones desordenadas u operaciones no conformes con los sanos usos o prácticas del mercado.

### **5.2.7 Puesto de Bolsa**

Un Puesto de Bolsa es una sociedad anónima autorizada por la Bolsa de valores correspondiente, cuya actividad principal es proponer, perfeccionar y ejecutar, por cuenta de sus clientes o por cuenta propia, la compra o venta de valores, según las disposiciones legales y reglamentarias correspondientes. De conformidad con la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV), algunas obligaciones de los puestos de Bolsa, son las siguientes:

- Cumplir las disposiciones de la LRMV y sus reglamentos y acatar los acuerdos de la Superintendencia General de Valores.
- Proporcionar tanto a la Superintendencia como a la respectiva Bolsa de Valores, toda la información estadística, financiera, contable, legal o de cualquier otra naturaleza que se solicite en cualquier momento.



- Llevar los registros necesarios, en los cuales se anotarán, con claridad y exactitud, las operaciones que efectúen.
- Entregar a sus clientes copias de las boletas de transacción, así como certificaciones de los registros de las operaciones celebradas por ellos cuando lo soliciten.
- Permitir la fiscalización de todas sus operaciones y actividades por parte de la Superintendencia y de la respectiva Bolsa de Valores.
- Mantener a disposición del público su composición accionaria y la de sus socios, cuando éstos sean personas jurídicas.

### **5.3 Antecedentes de los Contratos de Futuro sobre la Variación en el tipo de cambio del dólar.**

Los primeros pasos por establecer una Bolsa de Valores en el país data de la década de los 40, sin embargo, estos intentos fueron retomados hasta los años 70, cuando un grupo de empresarios agrupados a CANAFIC (Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito) fundaron una Bolsa de Valores la cual sufrió una serie de importunos, y ello provocó que el Banco Central de Costa Rica pusiera a la venta la totalidad de las acciones, siendo estas compradas por CODESA (Corporación Costarricense de Desarrollo).

A partir del año de 1976, opera como Bolsa de Comercio, dedicada principalmente a la intermediación de títulos valores y otros bienes. Desde su fundación y hasta la fecha, conjuntamente con los puestos de bolsa, agentes de bolsa, emisores e inversionistas, la Bolsa ha promovido y desarrollado el mercado de títulos valores en Costa Rica, y en diversas ocasiones y formas la negociación de otros bienes.

Al finalizar los años setenta, se dieron fenómenos a nivel mundial que causaron



grandes estragos en las economías de la mayor parte del mundo, sin excepción alguna, Costa Rica es afectada también así como su sistema financiero, reflejo de ello fue la rápida devaluación del colón respecto al dólar estadounidense.

Al día de hoy el problema de la devaluación sigue siendo un mal de la economía costarricense, preocupando a la mayoría de los empresarios, financistas, inversionistas entre otros; ya que su gasto financiero esta dado en dólares estadounidenses.

Esta preocupación ha provocado que los participantes en el mercado de moneda extranjera buscaran opciones para cubrir el riesgo implícito en el tipo de cambio del dólar en relación con la moneda costarricense.

Después de buscar varias alternativas, no fue sino hasta principios de los años noventa que en la Bolsa Nacional de Valores empezó a implementar una especie de mercado de futuro de moneda extranjera, específicamente sobre el dólar estadounidense en el país.

Para mediados de 1992, llega a manos del Departamento de Asesoría Jurídica del Banco Central de Costa Rica un “Reglamento para la negociación de Contratos de Cobertura Cambiaria en colones”, enviado a ese ente por la Bolsa Nacional de Valores. Sin embargo, mediante el dictamen AJ-320-92, del 9 de Julio de 1992, se empiezan a producir los primeros problemas para la negociación de los contratos a futuro, pues se estima que son ilegales. El fundamento se encontraba en el Departamento de Asesoría Legal en el artículo 93 de la Ley Orgánica del Banco Central, ya que se otorga al Banco Central y otras entidades bancarias que autorice, la exclusividad de negociar divisas en el país; así como en el artículo 100, de esa misma ley que penaliza las distintas actividades contrarias a la ley.



En definitiva, por medio del dictamen S-1401-94, del día 07 de Abril de 1994, la Secretaría del Banco Central comunica a la Bolsa Nacional de Valores, que el Banco Central se encontraría inhibido para aprobar el reglamento en cuestión, en el tanto que no contemplara que un Banco del Sistema Bancario Nacional participara de la negociación.

Posteriormente, y resultado de todo el proceso, enfocado siempre en el desarrollo de los mercados de futuro financieros, en agosto de 1996, la Bolsa de Valores estableció el primer derivado financiero, conocido como Coberturas de Tasas de Intereses (CTI'S), cuyo reglamento fue aprobado en mayo de 1996.

Estos son instrumentos financieros que obligan al comprador a recibir y al vendedor a entregar el valor de las diferencias en los cambios de sus posiciones, en la fecha de vencimiento del contrato, con un rendimiento pactado en el CTI'S.

#### **5.4 Operación de los Contratos de Futuro en Costa Rica**

Los Contratos de Futuro son conocidos y desarrollados por la Bolsa de Valores como Contratos de Diferencia, cumpliendo estos con la misma función.

##### **5.4.1 Papel de la Bolsa de Valores con respecto a los Contratos de Futuros de Diferencia (CDD).**

En nuestro país existió un mercado hace aproximadamente 10 años de derivados para la negociación de Contratos de Coberturas de Tasas de Interés, para lo cual se diseñó un sistema de negociación en donde se incorporaban las posturas, con el objeto de establecer las demandas de los puestos de bolsa.





En aquel momento mediante acuerdo que consta en el acta de la sesión 215-96, Artículo 5, celebrada el 22 de mayo de 1996, La Junta Directiva de la Comisión Nacional de Valores (actualmente SUGIVAL) dispuso aprobar el "Reglamento General para el funcionamiento de los mercados de futuros que organizan las bolsas de valores".

Actualmente los contratos de futuro que regula la Bolsa de Valores son llamados "Contratos de Diferencia", estos son utilizados por la Banca y también a nivel internacional.

El Contrato de Diferencia se define como un contrato estandarizado en el cual dos partes acuerdan hoy entregar en una determinada fecha futura (fecha de entrega) un monto basado en la diferencia entre el precio de entrega (según contrato) y el precio pactado (precio del contrato) con referencia a uno o más valores subyacentes o indicadores financieros o bursátiles, incluyendo pero sin limitarse a las tasas de interés.

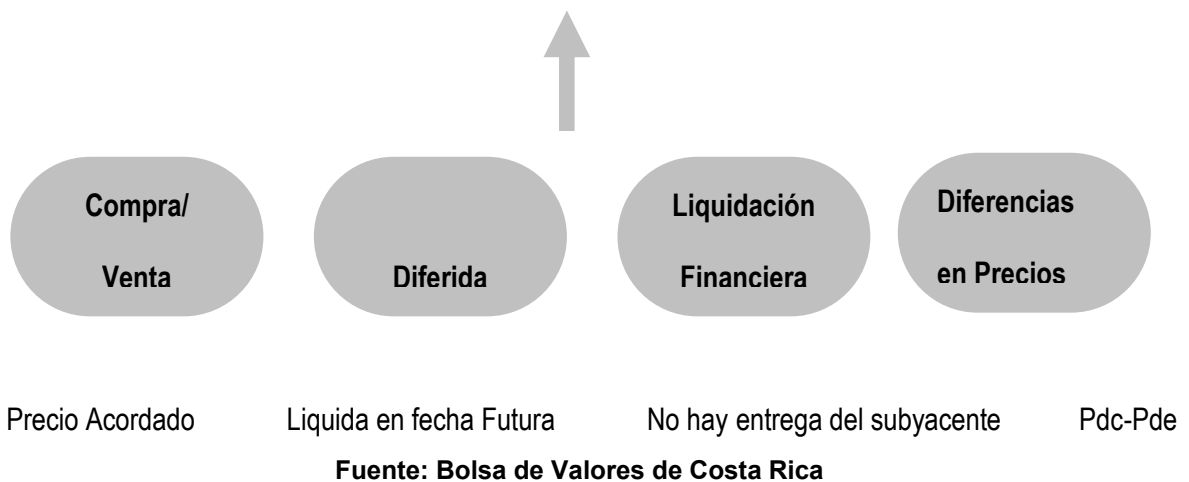
Los Contratos de Diferencia son operaciones de cumplimiento financiero en las cuales la liquidación se hace sin entrega física del subyacente.

#### **5.4.2 Esquema de Contrato de Diferencia (CDD)**

A continuación se presenta un esquema que amplía el concepto de los contratos de diferencia según la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica.



## Contrato de Diferencia (CDD)



Siempre en los contratos de diferencia se pacta un precio el día de la negociación del contrato, estos son una compra - venta diferida, donde al día de hoy se pacta el precio pero el traslado del dinero (liquidación) se hace en una fecha futura.

No existe una entrega de subyacente, se debe entregar la diferencia entre el precio pactado al día del contrato y el precio efectivo del día en que venció el contrato.

Cuando se pacta un precio establecido de un bien para ser entregado en una fecha futura y el precio de éste, es superior al pactado, el subyacente requiere cobertura que le compense el dinero que está perdiendo si la tasa o el tipo de



cambio se mueve o bien si el precio del producto no es el precio que en ese momento se pactó. En este caso el comprador debe ir al mercado y pagar un precio mayor sin embargo el precio pactado fue menor en el momento del pacto y en el día de la entrega los precios son mayores. La diferencia en precios se obtiene en la cobertura que compensa la posición a plazo del comprador.

Existen dos formas de utilizar los mecanismos de cobertura, uno es especulando y otro es solamente para protegerse. El propósito de esta herramienta financiera no es correr riesgos, sino proteger a los negocios de pérdidas financieras causadas por cambios en los precios

Básicamente en un contrato de futuros se acuerda:

1. Liquidar en una fecha futura.
2. La diferencia entre
  - Un precio acordado ahora (el precio del contrato)
  - El mismo precio fijado en el futuro (el precio de entrega)
3. Para un valor financiero o indicador financiero o bursátil
4. Liquidación financiera; no hay entrega del subyacente



### 5.4.3 Fases de los Contratos de Diferencia (CDD)



Fuente: Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica

La fase inicial es donde las partes se comunican vía teléfono y ambas corren un riesgo bilateral, se establece una garantía inicial y se hace un contrato estándar con una liquidación al final. En este sistema existe un arbitraje privado como lo puede ser la Cámara de Comercio.

En el siguiente ya es un sistema más centralizado donde se registran los precios del activo subyacente, se puede medir el riesgo y el arbitraje lo hace un tercero como el caso de un intermediario que se encarga de negociar y medir el riesgo. Ejemplo de esto es la Bolsa de Chicago, entre otros.



Además en esta fase se incluye el sistema de márgenes por lo que la garantía no tiene que pagarse toda al inicio sino conforme evolucione el precio del activo subyacente. Dependiendo si el precio sube o baja, hay traslado de dineros del comprador al vendedor o viceversa.

La última fase se trata de un sistema de negociación donde no se requiere un tercero, este es el más usado para negociar cobre, entre otros productos. En la etapa tres hay una contraparte central (el riesgo lo asume un tercero).

Nuestro sistema de negociación nacional actual se encuentra en la primera etapa Bilateral-Riesgo de Contraparte-Garantía al inicio.

#### **5.4.4 Operación de los contratos de Diferencia en Costa Rica**

La Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica ha clasificado los contratos de Diferencia en tres tipos que son; Contratos de diferencia ICP<sup>10</sup> – LIBOR, Contratos de diferencia Tasa Básica, Contratos de Diferencia Tasa LIBOR.

A continuación se hace referencia a los puntos más relevantes de los Contratos de Diferencia, para seguidamente desarrollar propiamente los Contratos de Futuros

---

<sup>10</sup> Nemo-técnico utilizado para denominar el mecanismo de inversión para captación de recursos en colones a corto plazo emitido por el Banco Central de Costa Rica, denominado Inversión de Corto Plazo.



sobre el Tipo de Cambio, conocidos en nuestro país y nombrados en adelante “Contratos de Diferencia ICP – LIBOR”.

#### **5.4.4.1 Negociación de los Contratos de Diferencia**

La negociación de estos contratos se realiza fuera de los mecanismos normales de negociación en Bolsa, ya sea por cuenta propia o por cuenta de los inversionistas. Además este tipo de operaciones puede darse tanto acordadas como cruzadas.

#### **5.4.4.2 Características de inversionistas**

Los puestos de bolsa pueden negociar Contratos de Diferencia por cuenta de clientes que cumplan con las siguientes características:

- Ser inversionistas institucionales o no institucionales.
- Ser personas jurídicas con activos totales de al menos diez millones de dólares (\$10, 000,000), o su equivalente en colones, según los estados financieros auditados al fin del periodo financiero anterior.



#### 5.4.4.3 Fechas de Entrega

Los puestos de bolsa sólo pueden negociar Contratos de Diferencia con las siguientes fechas de entrega:

- Para Contratos de Diferencia ICP-LIBOR– 15 días después de la fecha de la operación (o el día hábil bursátil siguiente) o 30 días después de la fecha de la operación (o el día hábil bursátil siguiente).

#### 5.4.4.4 Operación

Todas las operaciones de los Contratos de Diferencia deben ser reportadas a la Bolsa Nacional de Valores S.A., por ambos puestos de bolsa contrapartes, de la siguiente forma:

- **Paso #1:** Se debe enviar por correo electrónico [servicioalcliente@bolsacr.com](mailto:servicioalcliente@bolsacr.com) y/o al fax 204-4827 el formulario CFD-1a (Ver Anexo No.8) en formato PDF el día de negociación dentro de los siguientes quince minutos después de realizada la operación.
- **Paso #2:** Llamada de confirmación de parte del gerente del puesto de bolsa o de quién este designe, para confirmar los términos de la operación. Esta confirmación se debe realizar el día de la transacción hasta las 2:00 de la tarde.
- **Paso #3:** Enviar al otro puesto de bolsa contratante en la operación el formulario del formulario llamado CFD 1b (Ver Anexo No.9).



## 5.5 Antecedentes de los Contratos de Futuro sobre el Café

La excelencia del café de nuestro país puede disfrutarse de siete formas distintas, pues son siete las zonas productoras de café, cuyas características especiales son famosas en todo el mundo. Por el privilegiado de su clima, nuestro país tiene la dicha de poder producir diversidad para satisfacer todos los gustos de mundo.

Estas siete zonas de productividad están distribuidas entre las zonas bajas --a menos de mil metros, donde el café es más liviano--, y las zonas altas, arriba de 1.200 metros, de origen volcánico, donde el café es más fuerte o más ácido y también más aromático. Cada región de Costa Rica ha coincidido en la firma de un Convenio de Mejoramiento de la Calidad, en el cual, los propietarios de los beneficios se han comprometido a producir la mejor calidad de café, al recibir solamente la fruta madura, que garantice que será beneficiado solo lo mejor. Las siete zonas de productividad de nuestro país donde se produce el café son: Tarrazú, Brunca, Orosí, Tres Ríos, Turrialba, Valle Occidental y el Valle Central.

Es por todo lo anterior que este sector agropecuario, con un gran trayecto a lo largo de la historia costarricense, se ha mantenido unido para mejorar su posicionamiento en mercados internacionales y mantener su reputación de calidad.

En la década de los 80's los exportadores de café trabajaban con métodos de inversión como el "Telex"<sup>11</sup>, estos no tenían conocimiento alguno de las

---

<sup>11</sup> Coffee trade system





Inversiones en Bolsa. Posteriormente con la necesidad de avanzar en el mercado de inversión es que los Beneficiadores de Café suscriben un “Trade de Calidades de Café” y se inicia a desarrollar el “Mercado de Futuros”.

Normalmente en el mercado de inversiones en Costa Rica, los contratos de futuros sobre café tienen tres protagonistas:

- **Productores:** estos son campesinos que usualmente no tiene capital de trabajo inicial para su cosecha y son propietarios de fincas cafetaleras.

O bien según la Ley No 2762 (“Ley sobre el Régimen de Relaciones entre Productores, Beneficiadores y Exportadores de Café (Ver Anexo No.7)” define al productor como todo aquel que posea, con derecho a explotarla por cualquier título legítimo, una plantación de café.

- **Beneficiador:** Pacta con el productor una calidad de café, a cambio de esto se hace un trato informal (sin contrato escrito) donde el beneficiador le adelanta una parte del dinero para que así el productor lo use como capital de trabajo inicial para su cosecha. A su vez el Beneficiador pacta una “X” cantidad y calidad con el exportador.

Según la Ley No 2762 “Régimen de Relaciones entre Productores, Beneficiadores y Exportadores de Café” (Ver Anexo No.7) beneficiador es toda persona física o jurídica debidamente inscrita como tal en el registro correspondiente de la Oficina del Café. Únicamente se inscribirá a quien, tuviese legítimamente un beneficio de café, reciba, procese y venda café



sujetándose a las disposiciones de la presente ley.

- **Exportador:** Se efectúa un contrato entre el beneficiador y el exportador donde este último pacta a un “X” diferencial contra la Bolsa de New York.

Según la Ley No 2762 los exportadores son todos aquellos a toda persona física o jurídica que por cuenta propia o a nombre de casas principales en el exterior, se dedique a la compra y exportación del producto del café, previa inscripción en el registro correspondiente de la Oficina del Café.

### 5.5.1 Operación de los Contratos de Futuro sobre el Café

En el mercado de futuros del café los participantes compran y venden un precio para una calidad normal de café. La transacción de futuros se centra en negociar un contrato de futuros basado en café físico (o su equivalente al contado) a un precio determinado en una subasta abierta: el mercado de futuros. El precio de futuros es el precio al que se espera pagar, o cobrar, el café en una fecha futura.

Precio de futuros = precio esperado del café (negociar las diferentes posiciones del contrato de futuros)

El contrato de futuros es un compromiso legal normalizado de entregar o recibir una cantidad y clasificación específica de un producto básico en una fecha determinada y en un punto de entrega especificado. Su normalización hace posible que los participantes en el mercado se concentren en el precio y en la elección del mes del contrato.



### 5.5.2 Función de los mercados de futuros

Las Bolsas de contratación de futuros de café se crearon originalmente para poner orden en el proceso de fijar el precio del café, comercializarlo y disminuir el riesgo de unas condiciones caóticas del mercado al contado. Los precios de futuros que sirven de referencia para la industria cafetalera se negocian abiertamente en los mercados de las bolsas de futuros de café (principalmente NYBOT/CSCE y LIFFE).

Para sostener un mercado de futuros, un mercado al contado debe tener determinadas características: una inestabilidad suficiente de los precios y una exposición continua al riesgo de los precios para que todos los niveles de la cadena de comercialización queden afectados; un número suficiente de participantes con objetivos contrapuestos en relación con el precio; y un producto básico cuantificable con características de clasificación o comunes que puedan estandarizarse.

La Bolsa de futuros es un mercado organizado que:

- Provee y opera las facilidades para las contrataciones;
- Establece, vigila y hace cumplir las normas de contratación; y
- Mantiene y difunde los datos sobre contrataciones.

La bolsa no fija el precio. Ni siquiera participa en la determinación del precio del café. El mercado bursátil desempeña cinco funciones básicas relacionadas con los precios:



- Descubrimiento de los precios;
- Transferencia del riesgo de los precios;
- Difusión de los precios;
- Calidad de los precios;
- Arbitración.

La Bolsa establece para las transacciones de futuros un ámbito de mercado visible y libre que ayuda a la correspondiente industria a encontrar un precio de mercado para el producto (descubrimiento de los precios) y que hace posible transferir el riesgo que plantea la inestabilidad de los precios al contado. A medida que tiene lugar el descubrimiento de los precios, la bolsa difunde los precios en todo el mundo.

La disponibilidad continua de información sobre precios favorece una participación más amplia en el mercado y fomenta la calidad de los precios. (La presencia de más compradores y vendedores en el mercado brinda mejores oportunidades de determinación de los precios.) Una mayor participación significa que el descubrimiento de los precios refleja las condiciones del mercado de productos básicos en su totalidad. Para garantizar la precisión y eficiencia del proceso de contratación, la bolsa también soluciona mediante arbitración las controversias que surgen sobre contrataciones.



### **5.5.3 Cámara de compensación**

La cámara de compensación (clearing house) lleva a cabo todas las operaciones de futuros, incluyendo la adjudicación (entrega) de cantidades físicas con arreglo a las condiciones del contrato de futuros. La cámara de compensación tiene en general la estructura de una empresa, separada e independiente de la bolsa, que garantiza todas las operaciones de bolsa y ejecuta las liquidaciones contables.

La cámara de compensación mediante su sistema de salvaguardas financieras y garantías de transacción protege los intereses del público comerciante, de los miembros de las bolsas y de los miembros de la cámara de compensación.

La Corporación de Compensación de Nueva York (NYCC) es la cámara de compensación designada para todos los mercados bursátiles de la NYBOT. Aunque la NYCC es una filial de la NYBOT, tiene miembros y junta de directores separados.

En Londres la cámara de compensación es propiedad de los principales bancos.

#### **5.5.3.1 Mercados principales**

Los contratos de futuro sobre el café representan que el café que estará disponible en algún momento futuro, basado en contratos modelo de entrega o aceptación de una cantidad y calidad determinadas de café en uno de los puertos de entrega de una lista conocida. Lo único que debe acordarse al suscribir un contrato de futuros



es el período de entrega y el precio. El período de entrega se escoge de entre un intervalo predeterminado de meses calendarios, llamado posiciones en el mercado. Las fuerzas del mercado determinan el precio en el momento del trato.

Hay dos mercados principales de futuros al servicio de la industria cafetera mundial:

- La New York Board of Trade (NYBOT), empresa matriz de la Bolsa de Café, Azúcar y Cacao (CSCE).
- La London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE), que desde 2002 es parte del grupo Euronext, para el café robusta (símbolo bursátil LKD).

Se hará énfasis a New York Borrard of Trade (NYBOT), ya que esta es la más utilizada en nuestro país.

### **5.5.3.2 Acceso al Internet**

El crecimiento de Internet ha hecho más fácil el acceso a los principales mercados. Las bolsas tienen sus propios sitios en Internet, y todos los principales servicios de noticias sobre productos básicos ofrecen cotizaciones de los precios de los principales mercados de futuros del café.

Es el caso de la empresa visitada llamada Panamerican Coffee Trading Co, empresa exportadora que pacta contratos de futuros por medio NYBOT, su acceso a internet hace que las transacciones diarias con esta bolsa sean fáciles y efectivas.



### **5.5.3.3 New York Board of Trade NYBOT**

La primera Bolsa del Café de la Ciudad de Nueva York fue fundada en 1882 para negociar los contratos de futuros del café arábica brasileño. La New York Board of Trade NYBOT se fundó en 1998 como empresa matriz de la Bolsa de café, azúcar y cacao (CSCE) y de la Bolsa del algodón de Nueva York (NYCE). En la actualidad el contrato “C” o NYKC, que figura en la CSCE, abarca el café arábica suave y permite actualmente las entregas de café de 19 países productores. Algunos de estos cafés se negocian sobre el precio de base mientras que los demás cafés se negocian con diferenciales superiores o inferiores al precio de base.

### **5.5.3.4 Horario de las transacciones, cotizaciones, límites de las fluctuaciones de precios**

- Los horarios de las transacciones son tradicionalmente de las 9.15 a las 13.35, hora de Nueva York, de lunes a viernes todo el año, excepto determinados feriados.
- Las cotizaciones de todas las ofertas son en centavos de los Estados Unidos y fracciones decimales de centavo. No se permite ninguna transacción, a un precio que no sea múltiple de cinco centésimas de centavo por libra, o cinco puntos por libra.
- Límites. No hay límites generales para las fluctuaciones diarias de precios en el contrato “C” (Contrato de Café). Sin embargo, la Junta de



Administradores puede prescribir, modificar o suspender las fluctuaciones máximas permisibles del precio, sin notificación previa. En momentos de máxima inestabilidad es común imponer límites; estos límites han sido históricamente una fluctuación diaria máxima de 4 a 8 centavos por libra. Sobre la base de 37,500 lb de un contrato “C” en Nueva York una variación de 4 centavos equivale a US \$1,500 por contrato. Los revendedores y corredores la calculan tomando US \$3.75 por cada punto de movimiento, de modo que un movimiento de 1 centavo equivale a 100 puntos multiplicado por 3.75, o US \$375.

#### **5.5.3.5 Entregas, meses de entregas, orígenes adjudicables y diferenciales**

- Las entregas pueden hacerse en los puertos de Nueva York, así como también en Houston, Nueva Orleans, y Miami; las entregas a estos tres últimos puertos incurren en un descuento o multa de 125 puntos, o US \$468.75 por contrato de 37,500 lb (100 puntos = US \$0.01, es decir que 1 punto = 1/100 centavos). La bolsa acepta también entregas de café en los puertos europeos de Amberes, Bremen/Hamburgo y Barcelona\*, sujetos también a un descuento de 125 puntos en relación con el precio de entrega en Nueva York. (Entra en efecto con el Contrato Marzo 2008).
- Los meses de entrega son marzo, mayo, julio, septiembre y diciembre. Se cotizan siempre diez posiciones de contratación, por ejemplo: julio 2004 (N04), setiembre 2004 (U04), diciembre 2004 (Z04), marzo 2005 (H05), mayo 2005 (K05), julio 2005 (N05), setiembre 2005 (U05), diciembre 2005 (Z05), marzo 2006 (H06) y mayo 2006 (K06). El primer mes o el mes más próximo se llama mes corriente (current month) o el mes “spot”. Cuando los





meses se repiten , las posiciones más lejanas se las conoce como meses rojos, en este ejemplo, las posiciones más lejanas marzo 2006 y mayo 2006 se las llaman marzo rojo y mayo rojo.

**Cuadro #1**  
**Orígenes adjudicables y diferenciales**

<b>Orígenes adjudicables</b>	<b>Entregables a</b>
Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Kenya, México, Nicaragua,	Precio de base o de contrato
Colombia	200 puntos mas por libra
India, Venezuela	100 puntos menos por libra
Burundi*, Rwanda	300 puntos menos por libra
Ecuador, República Dominicana	400 puntos menos por libra
Septiembre 2006	Orígenes adjudicables
Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Kenya, México, Nicaragua, Panamá, Papua Nueva Guinea,	Precio de base o de contrato
Colombia	200 puntos mas por libra
India, Venezuela	100 puntos menos por libra
Burundi*, Rwanda	300 puntos menos por libra
Ecuador, República Dominicana	400 puntos menos por libra

**Fuente: Centro de Comercio Internacional**



Ningún café puede ser adjudicado si no ha obtenido primero un certificado de clasificación y calidad de la bolsa. Un grupo de tres clasificadores licenciados examina todo el café presentado para su certificación. El examen se realiza de modo que los clasificadores sepan el país de origen pero no quién presentó la muestra.

La calidad se determina sobre la base de seis evaluaciones y medidas:

- Olor del café verde (no debe haber olores extraños)
- Calibre de la criba (50 % por encima de la criba 15, no más del 5 % por debajo de 14)
- Color (verdoso)
- Clasificación (recuento de defectos)
- Uniformidad del tostado
- Catación (seis cataciones por muestra)

Si un lote pasa el examen, la bolsa emitirá el certificado que comprende una tasación completa sobre cualquier imperfección encontrada en la clasificación. Es posible apelar una vez contra el rechazo de cada partida, y en tal caso todo el proceso se repetirá con cinco clasificadores en lugar de los tres anteriores. El apelante tiene la opción de presentar una nueva muestra o de hacer la apelación con la muestra original. Es muy normal que si el café queda bien clasificado pero falla en la catación se apele automáticamente con la esperanza de que la resultante mala catación de la primera prueba fuese una anomalía.



El certificado establece la base, o norma, entregable para estos orígenes. Se permite a cada origen un máximo de 23 imperfecciones (en 350 gramos) con una deducción de 10 puntos por cada imperfección completa que exceda el número permitido en la base. El tamaño de la muestra es de 5 lb para lotes de hasta 300 sacos, de 8 lb para los de 301 a 500 sacos y de 10 lb para los de más de 500 sacos.

Las Bolsas vigilan continuamente las condiciones del mercado al contado y ajustan los contratos o crean nuevos contratos para reflejar estos cambios. Esto indica la relación fundamental existente entre mercados al contado y de futuros. Si el mercado de futuros no representa de modo preciso al mercado al contado, no podría desempeñar su función primaria de determinación de precios.

#### **5.5.4 Beneficios Generales de los Contratos de Futuro en Costa Rica.**

Tradicionalmente, el mercado financiero costarricense ha ofrecido a los inversionistas opciones orientadas en un 90% a los títulos de renta fija. Bajo este panorama, los Contratos de Futuro representa una nueva opción de inversión, ofreciendo un novedoso mecanismo utilizado ampliamente en el mercado mundial.

Es necesario que nuestro sistema financiero se modernice, y sea capaz de utilizar nuevos instrumentos financieros en pro del desarrollo del país y del inversionista; y con ello lograr que el mercado costarricense se ajuste a las tendencias mundiales como lo son la globalización y el libre mercado.



Algunos de los beneficios a obtener con el uso de los Contratos de Futuro para las empresas costarricenses son los siguientes:

- **Protección contra fluctuaciones de divisas;** con respecto a la cobertura de divisas, representa un eficiente sistema contra las fluctuaciones cambiarias para los coberturistas. Con este mecanismo el mercado de valores podrá ofrecer un sistema en el cual, los exportadores e importadores y otros usuarios de divisas, se aseguren el precio de las divisas que requieran en sus operaciones. Ello representa una forma de protegerse de eventos en los que el precio de un producto o activo se mueva en sentido contrario a lo esperado.
- **Liquidez del Mercado;** una de las características más importantes de éstos contratos de futuro, es que llevan liquidez al sistema financiero, con la intervención de los especuladores quienes fácilmente se integran al sistema atraídos por los inversionistas y las expectativas de ganancia relativamente buenas. Otro factor importante, es el hecho de que la inversión inicial generalmente debe de realizarse en efectivo, así como las variaciones en los márgenes lo que incide en tener una liquidez alta que permite un flujo constante de capital en los mercados de valores.
- **Planificación empresarial;** otro de los beneficios importantes que agregan los contratos de futuro, es de contribuir con las proyecciones económicas y la planificación financiera de las empresas; ya que los inversionistas se ven obligados a planificar adecuadamente los movimientos financieros y económicos, en un determinado periodo de tiempo.



- **Capacidad de competencia;** los mecanismos utilizados en los contratos a futuro, se ajustan al esquema de modernización financiera de Costa Rica, por lo que el sistema financiero puede ofrecer una mayor capacidad para los integrantes del mercado y se pueda competir con mayor eficiencia y seguridad en los mercados internacionales. Al mismo tiempo, este mercado de futuros se transforma en mayores y más seguras alternativas para el inversionista foráneo.
- **Estimación de precios futuros;** el prever el precio aproximado, representa otro de los beneficios brindado por estos contratos; en los que se centraliza la oferta y la demanda, de algunos productos o activos del futuro, y las transacciones que en ellos se efectúen, indican cuáles son los precios que el mercado les asigna.
- **Transferencia del Riesgo;** los contratos a futuro o de diferencia, permite transferir el riesgo del inversionista y brindar mayor seguridad y estabilidad a los posibles afectados.
- **Alta rentabilidad;** el mercado de futuros brinda una alta rentabilidad sobre los valores invertidos, ya que tanto los compradores como vendedores de los contratos de futuro, sólo incurren en el costo de los márgenes que deben de efectuar, los cuales son mucho menores que el activo subyacente que están sustentando. El inversionista puede aprovechar el efecto multiplicador por el hecho de sólo exigirse un porcentaje del compromiso total.



- **Seguridad;** al establecer el contrato de futuros como tal, se adquiere un compromiso legal, el cual da seguridad a las partes. Las garantías, margen inicial y de cumplimiento, así como la intervención de los entes reguladores, brinda la seguridad y transparencia bastante grande, siendo ello un motivante para incorporarse a los mercados de futuros.

### **5.6 Impacto de Régimen cambiario de Costa Rica sobre los Contratos de Futuro.**

El régimen cambiario en Costa Rica ha sido un proceso que ha evolucionado a través del tiempo. Durante el período del patrón oro, el país presentaba un sistema bancario remoto, donde las principales instituciones financieras plenamente establecidas basaban la creación de dinero conforme los lineamientos internacionales estipulados por el mismo.

En el período Agro-Exportador (1950-1963), el desarrollo económico de Costa Rica estuvo determinado por el desempeño del sector externo. La política cambiaria en este período se caracterizaba por mantener una paridad fija, además que presentaba tres tipos de cambio: el tipo de cambio oficial (utilizado en las cuentas monetarias); el tipo de cambio promedio (ponderado por las transacciones de la cuenta corriente de la balanza de pagos) y el tipo de cambio del mercado paralelo. Durante este período, se nota una gran estabilidad en los tres tipos de cambio.



Además, “en este período se puso en vigencia un régimen de caja de conversión en el cual la liquidez interna dependía del saldo de RMI –ante la entrada (salida) de éstas, el BCCR emitía colones--. En consecuencia, ante estas condiciones de disciplina fiscal y monetaria, puede inferirse que el tipo de cambio sería estable independiente del régimen cambiario que se haya puesto en vigencia”<sup>12</sup>

Durante el período de 1963-1980 se llevó a cabo un modelo de sustitución de importaciones, con lo cual se consideró necesario construir el Mercado Común Centroamericano (MCC).

A pesar de que el principal objetivo de dicho mercado era mantener una independencia de los países fuera del área, este no se logró y dio como resultado “(...) dos tipos de dependencia; de las importaciones tanto de materias primas como de bienes de capital y de las divisas generadas por los agroexportadores. La primera ocasionó presión de los industriales sobre la demanda de divisas y la segunda motivó el volver a tomar en cuenta al grupo exportador para obtener divisas, por medio de una diversificación de su producción y abriendo las posibilidades de volver a exportar a terceros mercados”.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Céspedes, Oswald. ***Costa Rica: Perspectiva Histórica del Régimen Cambiario. 1950-1980***. Setiembre 1997. pp. 8

<sup>13</sup> Bonilla, Francisco. ***Regímenes Cambiarios en Costa Rica: Evolución Histórica y Evaluación de algunas alternativas teóricas***. Tesis, Enero 1997. pp. 15



Con respecto al régimen cambiario, en 1974 se dieron cambios bruscos en los precios internacionales de los hidrocarburos, lo que provocó un aumento en el nivel de inflación interna y, paralelamente, una reducción en las reservas monetarias internacionales. Ello motivó a las autoridades a replantear las políticas fiscales y monetarias en general y la política cambiaria en particular. En términos generales, los instrumentos utilizados por las autoridades económicas para mantener un tipo de cambio estable y un nivel de RMI aceptable para este período fueron:

La autorización a los bancos comerciales para que recibieran depósitos a la vista y a plazo en monedas extranjeras, fondos que venían a reforzar la posición de pagos del país.

La imposición de fuertes medidas para disminuir las importaciones de bienes y servicios. El establecimiento de estímulos para las exportaciones de productos no tradicionales fuera del área. Además se trató de reactivar el MCC para productos industrializados.

Es importante recalcar que a pesar de tener serios problemas en materia de balanza de pagos, el tipo de cambio hasta el momento se mantenía fijo. No obstante, el próximo período de crisis económica y financiera haría que las autoridades monetarias se vieran obligadas a devaluar la moneda nacional.

El período 1980-82 es sin duda el más difícil que ha atravesado la economía costarricense en la segunda mitad del siglo anterior. Las insuficientes divisas





generadas por las exportaciones y el alza en las tasas de interés internacionales provocaron que la gran mayoría de los países sólo pudieran saldar sus deudas y el servicio de éstas adquiriendo nuevos préstamos. El aumento en la deuda provocó que el gobierno financiara su déficit fiscal mediante crédito del Banco Central, con lo que se produjo un gran proceso inflacionario.

Ante esa situación, el Banco Central introdujo cambios trascendentales en el sistema cambiario, con el objetivo de contraer el gasto en importaciones y asignar en la mejor forma las disponibilidades de divisas.

El tipo de cambio oficial fue suspendido. El mercado libre determinaría el tipo de cambio de acuerdo con la oferta y demanda de divisas y con la intervención del Banco Central cuando éste lo considera necesario. Empero, a mediados de julio de 1981, la Corte Suprema de Justicia impugnó la flotación del tipo de cambio, afirmando que la fijación de la paridad le competía expresamente a la Asamblea Legislativa. Sin embargo, según la Corte: “el régimen de paridad solo se aplicaría en el mercado oficial y en el libre de acuerdo con la oferta y demanda de divisas”. La crisis se manifestó profundamente en toda la sociedad costarricense, la producción disminuyó a niveles de la década anterior y se presentó una fuerte devaluación.

Durante dicha época de crisis se abandonó el tipo de cambio fijo, pero se crearon tipos de cambio múltiples y se aplicaron limitaciones y restricciones a las importaciones.

Aún así, a principios de la década de los noventa y siguiendo con la tendencia



mundial actual de la globalización, Costa Rica ha ingresado a una nueva etapa de relaciones ha nivel comercial, las cuáles difieren substancialmente de las que prevalecieron en el país en las décadas pasadas.

Ante esta realidad, las políticas económicas van dirigidas hacia la desregulación y liberación en los sectores financiero y comercial, implicando con ello el funcionamiento de una política cambiaria acorde a las necesidades comerciales del país en la que el tipo de cambio deje de ser un instrumento para convertirse, mas bien, en un resultado del mercado.

Es por ello, que las transformaciones profundas que ha venido experimentando nuestro Sistema Financiero en los últimos años no obedecen a decisiones aisladas, por el contrario, tales cambios forman parte de todo un esfuerzo nacional, orientado a liberalizar la economía costarricense de restricciones, que a lo largo del tiempo han obstaculizado o impedido la eficiente incorporación de los contratos de futuro en el sector económico nacional.

#### **5.6.1 Minidevaluaciones: Análisis del Sistema cambiario actual en Costa Rica**

El sistema de minidevaluaciones consiste en una política cambiaria de ajustes graduales y periódicos en el tipo de cambio, de acuerdo con los diferenciales de inflación interna y externa, con el fin de mantener el tipo de cambio real constante y mantener la competitividad externa del país.



El tipo de cambio real es el precio relativo de los bienes transables con respecto a los no transables. Por lo tanto, es una medida de la rentabilidad de producir entre estos sectores. Al aumentar el precio interno de los bienes transables, en relación con el precio de los bienes no transables, los recursos se reasignarán al sector de bienes transables, con la correspondiente mejora en la balanza comercial. Por tanto, el mantener un tipo de cambio real constante, en equilibrio, implica mantener de forma simultánea el equilibrio interno y externo, sin favorecer a ningún sector específico.

Como se mencionó, el sistema de minidevaluaciones que rige actualmente en nuestro país fue implementado por primera vez en el año 1984 como consecuencia de la crisis económica que atravesó Costa Rica a inicios de los años ochentas. La finalidad de este sistema era incentivar las exportaciones en busca de estabilizar el nivel de reservas monetarias internacionales que se había disminuido como consecuencia de los aumentos de los precios del petróleo en el mercado internacional y la generación insuficiente de divisas por parte de las exportaciones. Asimismo, durante este período se dieron aumentos en las tasas de interés internacionales, que incrementaron el nivel de deuda del Gobierno Central, el cual se financió por medio del Banco Central de Costa Rica, generando un gran proceso inflacionario.

Posteriormente, en 1992 con el objetivo de aumentar la competitividad de las exportaciones, promover la entrada de capitales y equilibrar la balanza de pagos, el Banco Central de Costa Rica decidió liberalizar el tipo de cambio, creando un sistema de liberalización dirigida. Lo anterior generó una mejora en la confianza de los inversionistas y por lo tanto un ingreso masivo de capitales al país que provocaron una revaluación real promedio del tipo de cambio de 3,5% anual. Al



contrario de su objetivo, esta situación provocó una pérdida de competitividad de las exportaciones, debido a que los precios de las mismas se volvieron relativamente caros.

Por esta razón, a mediados de 1992 el Banco Central de Costa Rica (BCCR) intervino en el mercado cambiario con el propósito de revertir la fuerte revaluación del colón. Bajo este nuevo esquema cambiario, se creó el Mercado Organizado para la Negociación Electrónica de Divisas (MONED), donde el Banco Central se limita a intervenir de manera directa en el mercado sólo para corregir las fluctuaciones provocadas por movimientos especulativos o estacionales del tipo de cambio en el corto plazo. Este mecanismo de intervención se mantiene en la actualidad.

Este sistema cambiario ha cumplido con el objetivo de incentivar las exportaciones. A los diez años de implementado, el nivel de exportaciones mostró un incremento superior al 100%. Asimismo, después del año 1992, se mostró una importante estabilidad en el tipo de cambio nominal y la tasa de inflación de la economía costarricense logró reducirse -de niveles superiores al 50% a inicios de los años ochenta- a nivelarse cerca del 10% a finales de los años noventa.

No obstante, la libre movilidad de capitales de Costa Rica con el resto del mundo ha generado dificultades al Banco Central para el control de la liquidez de la economía y por tanto, de la inflación, situación que se vio reflejada durante el año 2005. En el primer semestre, de ese año el BCCR optó por el aumento de tasas de interés como medida para disminuir la liquidez de la economía; esta disposición incrementó el premio por invertir en colones, lo que hace atractivo invertir en el país, situación que aunada a la predictibilidad del tipo de cambio –producto del



sistema de minidevaluaciones- incrementa en mayor medida la entrada de capital especulativo al país y dificulta la posibilidad de control de liquidez por parte del Banco Central. Resultado de lo anterior, así como del efecto del incremento de los precios del petróleo y otras materias primas en el mercado internacional, la tasa de inflación costarricense durante el 2005 alcanzó 14,1%, superando las expectativas de las autoridades monetarias y registrando el nivel más alto desde el año de 1995 (22,57%).

**Cuadro # 2**  
**Comparación de las principales variables entre el sistema de minidevaluaciones y el de bandas cambiarias**

<b>Variables/Tipo de cambio</b>	<b>Minidevaluaciones</b>	<b>Bandas Cambiarias</b>
Predictibilidad	Si	No
Nivel de Inflación	Aumentó	Se espera que baje
Estabilidad del tipo de cambio	Conocida	Conocida dentro de un margen
Reservas Internacionales	Altas	Altas
Flujo de capital especulativo	Alto	Se espera que baje

Fuente: Tesis "Sistema de Bandas Cambiarias y su efecto en la cartera de crédito en dólares del Sistema Financiero Nacional" ITCR



### **5.6.2 Sistema de Bandas Cambiarias: Análisis del Nuevo Sistema cambiario en Costa Rica**

A lo largo de los últimos años, el Banco Central ha buscado nuevas opciones para incorporar un nuevo sistema cambiario, producto de varios factores que impulsan la necesidad de cambio, entre los que destacan los siguientes:

- Tipo de cambio dejó de ser el principal instrumento de ajuste de balanza de pagos
- Tasa de devaluación es predecible
- Elevada dolarización: 50% de los activos y pasivos están dolarizados y 55% del crédito total está en dólares (sin contar offshores)
- Limita la discrecionalidad cambiaria (temor)
- Exige mantener alto nivel de reservas
- Devaluación constante afecta inflación (inercia)
- Intervención en mercado de divisas descontrola la política monetaria: Banco debe emitir para comprar dólares y, luego, desmonetizar los colones (con un costo más alto)

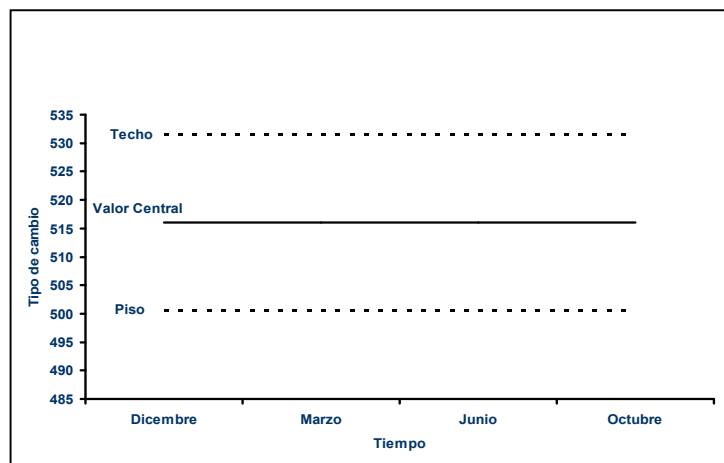
Dicho régimen se espera inicie a partir del cuarto trimestre del 2006, y su operación se encuentra dentro del contexto de una reforma más amplia, como lo es "Inflation Targets", que da una idea de transición de bandas angostas a bandas amplias; y ello tiene por objetivo principal dar autonomía al Banco Central, así como el traslado de las pérdidas del Banco al Estado, crear nuevas reformas financieras y bancarias, disminuir la dolarización e impulsar el uso otros mecanismos financieros de inversión.



Las Bandas son líneas de intervención alrededor de un valor central (mal llamado paridad) (ver Gráfico #1), al principio, las cotizaciones fluctuarán dentro de las bandas, con márgenes estrechos (entre 3 y 6%); en el caso de que las cotizaciones se pegan a la banda superior, en Banco Central deberá vender divisas; si es a la banda inferior, compraría divisas.

A continuación, se presentan los Gráficos #1, #2, #3 respectivamente, en los cuales se ven reflejados el comportamiento de las Bandas Cambiarias.

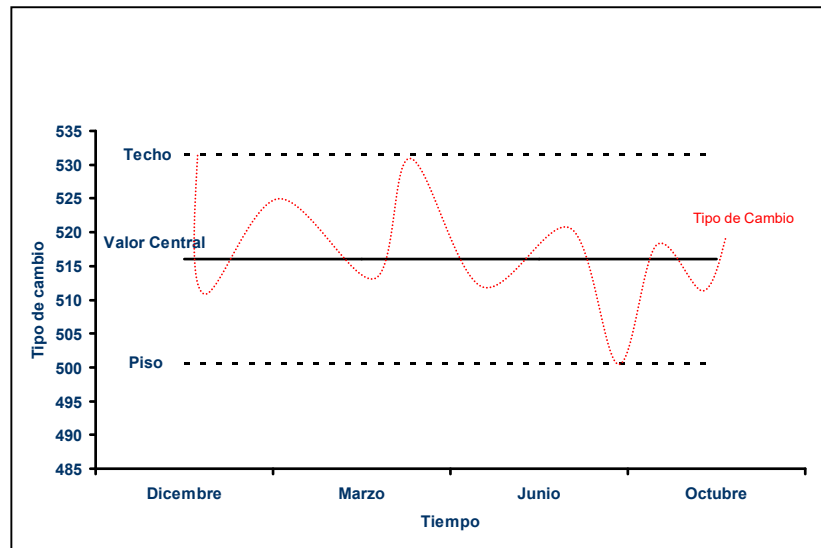
**Gráfico #1**  
**Bandas simples**  
**(asume 3% alrededor del valor central: 516 X \$1)**



Fuente: Capacitación "Nuevo Régimen Cambiario"

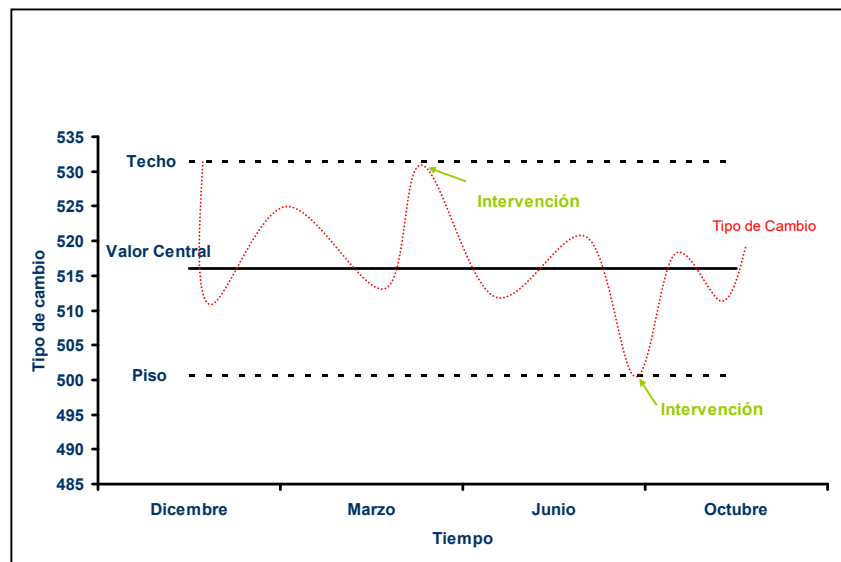


**Gráfico #2**  
**Tipo de cambio determinado por el mercado**



Fuente: Capacitación "Nuevo Régimen Cambiario"

**Gráfico #3**  
**Tipo de cambio determinado por el mercado**



Fuente: Capacitación "Nuevo Régimen Cambiario"





En el caso de nuestro régimen cambiario, el Banco Central planea un régimen de Bandas Estrecho pero con un valor central ascendente, el valor central no se ve; pero estará implícito, como una sombra, por lo tanto, periódicamente el Banco Central definirá a cómo venderá y comprará divisas. Entre esos precios estará la banda y, supuestamente, el valor central.

El mercado no necesariamente tiene que rondar el valor central; las cotizaciones diarias dependerán de la oferta y demanda y pueden bailar dentro de la banda, pero las cotizaciones de los bancos, por razones de competencia, probablemente no diferirán mucho, quizás como ahora. Eso no significa que dejarán de existir diferencias entre tipos de compra y de venta, como en todos los países.

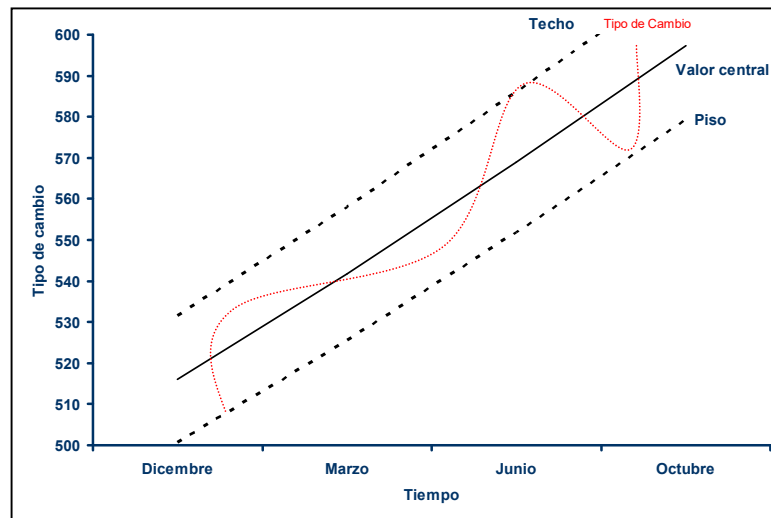
Las Bandas Ascendentes, se reflejan de tal manera, que es igual decir que el ITCER (ahora valor central) se desliza (pierde valor) a lo largo de la curva, ese será el principal instrumento de ajuste; razón por la cual, el Banco Central le dará seguimiento al ITCER para saber si la paridad está o no en equilibrio. Igualmente, el Banco Central podría utilizar otros criterios: oferta y demanda de divisas o niveles de tasas de interés, o también puede acudir a la absorción monetaria para afectar el tipo de cambio.

En el caso de que el Banco que la demanda supera la oferta, desliza el IRCER (sube valor central) pero mantiene el porcentaje de las bandas. Es decir, las bandas suben con el valor central.

A continuación, se presenta el Gráfico #4, en el que se representa la mecánica de las Bandas Ascendentes.



### Gráfico #4 Bandas ascendentes (ITCER se desliza)



Fuente: Capacitación "Nuevo Régimen Cambiario"

Parte de este nuevo régimen cambiario de bandas, y manteniendo una Flotación Limpia; la cual consistente en la no intervención del Banco Central en el mercado cambiario, si no la dada directamente por el equilibrio del mercado según la oferta y la demanda; producto de ello se esperarían los efectos algunos de los efectos económicos sean:

- Que las entradas de capital financiero seguirían influyendo en los resultados cambiarios.
- Menor riesgo de una crisis cambiaria,
- Mayor riesgo de ajustes cambiarios menores (hacia arriba o abajo)
- Tasas de interés pueden usarse como instrumento de ajuste cambiario (suben para atraer capital o bajan para desestimularlo)
- Mayor integración de tasas de interés con mercado internacional.



- Disminución pérdidas del Banco Central al no tener que intervenir diariamente comprando divisas y absorbiendo liquidez con BEMs (Bonos de estabilización monetaria), que tienen un costo
- Restablece la distribución de costos y beneficios de participantes en Mercado cambiario
- Se esperaría reducción de la inflación y tasas de interés
- El tipo de cambio retomarí su rol de árbitro comercial
- Menores ajustes en la tasa de interés para controlar el tipo de cambio

### **5.6.3 Sistema de Bandas Cambiarias: Efectos en las operaciones de las empresas costarricenses**

Se espera, que producto de este nuevo sistema de Bandas Estrechas, al principio, el *modus operandi* será similar que cuando se utilizaban las mini devaluaciones, no se espera que el tipo de cambio se dispare o desplome. Las condiciones macroeconómicas no están para ello; habrá (gradualmente) una menor dolarización de activos y pasivos y eventualmente, empresarios y personas tenderán a utilizar más los colones en préstamos y créditos.

Adicionalmente, para efectos de la programación financiera, el primer año se podría asumir que el tipo de cambio se deslizará y dictará la devaluación anual esperada más/menos 1 la banda; pero eso no significa necesariamente que la devaluación se programará exactamente igual cada trimestre.

Los operadores finos del mercado sí tendrán que poner atención al ITCER, diferenciales de inflación, tasas de interés externas, reservas, oferta y demanda de



divisas y otras variables que inciden en los movimientos de las tasas de interés internas.

También se deberán anticipar los movimientos del mercado de divisas, la dirección y amplitud de las bandas, para saber dónde, cuándo y como invertir (o desinvertir)

En el caso de los contratos de futuros, se espera que al contar con un sistema cambiario de bandas en las cuales se de la apertura de estas, y un mercado financiero estable, se de mayor transparencia, seguridad, más atractivo, y más acorde al que persiguen las actuales tendencias de la globalización, para que los participantes de los mercados a futuro intervengan, dándole así, la profundidad necesaria al mercado. Ya que al existir mayor posibilidad no controlada de las variaciones cambiarias, las empresas podrán hacer mayor uso de los herramientas financieras, y así poder ofrecer a los especuladores y hedgers, el contar con una gama más amplia de alternativas de inversión, con la finalidad de obtener ganancias o disminuir el riesgo de sus operaciones respecto a las variaciones del tipo de cambio conforme se introduzca este nuevo régimen en el país.



**CAPITULO VI**

**DESARROLLO Y ANÁLISIS DE CASOS PRÁCTICOS**

**DE CONTRATOS DE FUTURO**



## **6 Desarrollo y Análisis de casos práctico de Contratos de Futuro**

El presente Capítulo desarrolla un caso en que se utilizan Contratos de Futuro sobre el café; de la misma manera, se plantea un caso relacionado con los Contratos de Futuro de Diferencia ICP- LIBOR haciendo un análisis de los mismos.

Es importante mencionar, que esos casos, fueron elaborados con la ayuda de profesionales en la materia y, aunque no son datos reales de alguna empresa, son un ejemplo efectivo hipotético que contribuirá al entendimiento de este tema. Estos muestran el procedimiento real de cómo operan los contratos para ambos casos, y se espera que sea de utilidad para el entendimiento del lector.

Se debe resaltar, que en el desarrollo de las operaciones de Contratos de Futuro del Café, se negocian en el mercado Internacional (Bolsa de New York), mientras que, en los Contratos de Futuro ICP-LIBOR solamente se negocian en el mercado local (Bolsa Nacional de Valores).

Aunque el reglamento para la operación de Contratos de Futuros ICP-Libor está vigente desde el 12 de Julio del 2006, aún no se han realizado transacciones en la Bolsa Nacional de Valores de este tipo de contratos de futuro; sin embargo se espera que pronto las empresas exportadoras e importadoras que vayan conociendo el producto financiero y su importancia como cobertura de riesgo, inicien su venta/compra.



Ambos casos contienen datos que, aunque, no son de una empresa, estos se han desarrollado con la ayuda de corredores de Bolsa (caso de futuros sobre ICP-Libor) y un exportador (caso de futuros sobre el café) que conocen su funcionamiento ya que laboran en este campo.

Inicialmente, se analizará el caso de Contratos de Futuro sobre Mercancías básicas sobre el café y luego se proseguirá con el análisis de los casos Financieros sobre la variación en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos.

### **6.1 Generalidades de los Contratos de Futuro de Mercancías Básicas sobre el Café.**

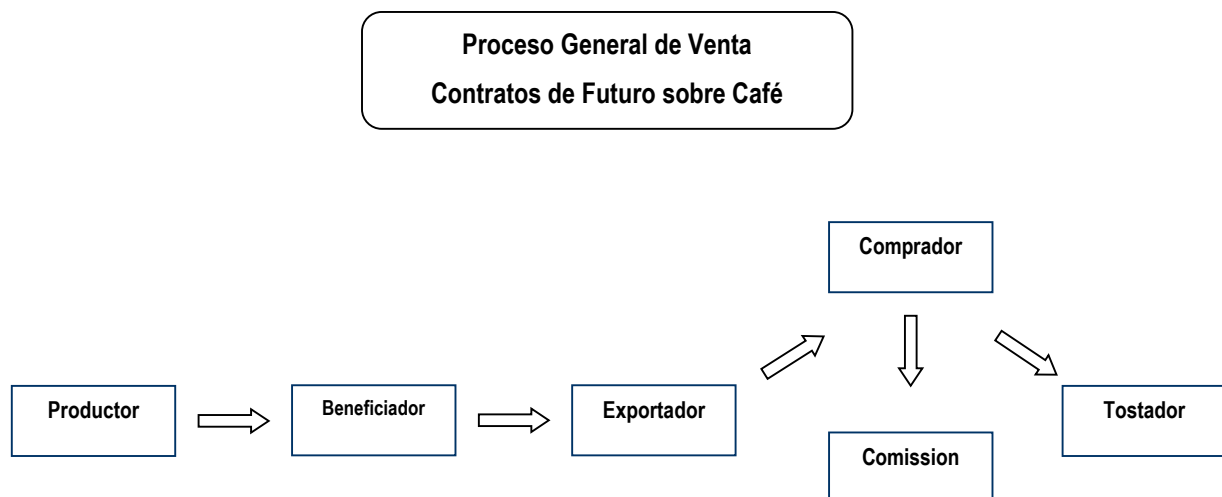
En las negociaciones de contratos de futuro pueden interactuar tres, cuatro y hasta más participantes, estos forman parte del proceso de los Mercados de futuros de café en nuestro país y son; productor de café, beneficiador, exportador, el corredor conocido también como “Broker” o bien; Commission-House, comprador en el extranjero y el tostador.

El caso a continuación expuesto se divide en fases para lograr una mejor comprensión y entendimiento del lector en este tema.



### 6.1.1 Esquema de los participantes en el Mercado de Contratos de Futuro sobre el café en Costa Rica.

Dado que el tema en análisis es bastante complejo, debido a la cantidad de participantes que intervienen en el proceso de compra/venta de Contratos de Futuro en nuestro país, se ha confeccionado el siguiente esquema, para un mejor entendimiento del ejemplo que más adelante se expone.



Seguidamente se procede a describir de manera detallada la participación de cada uno de estos en el proceso y sus funciones.

#### 6.1.1.1 Productor de Café

- Definición: Se entiende como Productor de Café aquel que posee el derecho a explotar la tierra por cualquier título legítimo, en este caso una





plantación de café.

- Función: La función del productor es encargarse básicamente de dar mantenimiento a su finca (abonarla, podarla, etc), también se encarga de la recolecta de café durante la cosecha.

### **Generalidades**

- El productor de café hace un pacto de “buena fe” con el Beneficiador que le haya ofrecido el mejor adelanto.
- El productor hará entrega del café diariamente al beneficiador.

#### **6.1.1.2 Beneficiador**

- Definición: Es la Persona física o jurídica debidamente inscrita en el registro del Instituto del Café de Costa Rica (ICAFE).
- Función: es recibir el café en fruta, procesarlo a café oro y venderlo a un exportador costarricense o multinacional al mejor precio.

### **Generalidades**

- Debe pagarle al productor el adelanto contra entrega de café pactado anteriormente, y además debe liquidar al final de la cosecha al productor según el precio promedio obtenido de sus ventas totales menos los gastos de procesamiento de café y un 9% de ganancia que puede obtener por ley. Quiere decir que; Liquidación productor = Precio promedio obtenido de



ventas totales - costos de beneficiada- 9% de ganancia ventas.

- El beneficiador necesita disponer de ciertas líneas de crédito con bancos nacionales y/o internacionales para poder manejar un flujo de efectivo que le permita trabajar sin ingresos por varios meses.
- El beneficiador negocia con el Exportador la fijación de un diferencial previamente establecido. El diferencial es el precio que se le resta o agrega al precio fijado por la Bolsa de New York según la calidad de café, este concepto se explicará de manera más detallada en el desarrollo del caso.
- En el momento que el beneficiador negocia con el exportador se adquiere un compromiso formal entre las partes respecto a la negociación de los precios, diferenciales, cantidades, calidad y fecha de entrega.

#### **6.1.1.3 Exportador**

- Definición: persona física o jurídica que por cuenta propia o a nombre de casas principales en el exterior, se dedique a la compra y exportación del producto del café, con previa inscripción en el registro del ICAFE.
- Función: compra el café a los beneficiadores a un diferencial y posición New York Coffee Board of Trade, y vende café a casas de Importadoras en el extranjero (Trade Houses). Debe encargarse del trámite de exportación (papeleo, pago de impuestos de exportación).



## Generalidades

- El Exportador le paga al Beneficiador el precio final pactado normalmente siete días después de la entrega del café.

### 6.1.1.4 Comprador en el Exterior ( Casa Importadora o Trade house)

- Definición: persona física o jurídica que compra el café del Exportador en Costa Rica, generalmente es un importador.
- Función: compra el café de varios orígenes para suplir a su clientela que son los tostadores. Debe encargarse de los trámites de Importación en el país de destino y eventualmente también embodegar el café.

## Generalidades

- Es el único participante que durante todo el proceso interactúa directamente con el Commission House.
- El comprador para poder ofrecer la forma de negociación “Fijación opción vendedor”, (la cual significa como su nombre lo indica, que es fijada por el vendedor) debe poseer una cuenta abierta con el Commission House.
- El comprador en el exterior, cumple diferentes roles, dependiendo del participante con el que interactúa:
  - Ante el Exportador toma una posición de comprador.
  - Ante el Commission House negocia la compra y venta de los contratos.
  - Ante el Tostador toma una posición de vendedor.



#### 6.1.1.5 Comission House:

- Definición: se entiende como “Comission House”<sup>14</sup>, la entidad que lleva a cabo todas las operaciones de futuros, incluyendo la entrega de cantidades físicas de acuerdo a las condiciones establecidas en el Contrato de Futuro.
- Función: El “Comission House” tiene en general la estructura de una empresa, separada e independiente de la bolsa, que garantiza todas las operaciones de bolsa y ejecuta las liquidaciones contables.

#### Generalidades

- El Comission House exige a sus participantes un depósito inicial que puede oscilar entre \$1500 a \$3000 (según volatilidad del mercado) por cada lote (250 sacos) transado. Es deber de los participantes cubrir dentro las próximas 48 horas los márgenes de variaciones.
- En el caso de incumplimiento por el participante, el Comission House puede liquidar la posición abierta (forced liquidation) y cubrir las pérdidas incurridas con el depósito inicial.

---

<sup>14</sup> Conocido como Broker



#### **6.1.1.6 Tostador**

- Definición: es el comprador final en el exterior.
- Su relación directa es con el comprador en el exterior para la negociación de las mercancías.

### **6.1.2 Desarrollo de Caso Práctico de los Contratos de Futuro sobre el Café**

#### **6.1.2.1 Negociación de Beneficiador con el Productor**

Esta negociación se da antes o durante la cosecha. Normalmente el Productor selecciona al Beneficiador de la zona que le ofreció el adelanto más alto para cerrar el trato de entrega del café.

El Productor acepta el monto ofrecido por el Beneficiador que sería de \$107 por quintal, al finalizar su cosecha.

A su vez el Beneficiador le ofrece un adelanto de \$90 por quintal que equivale a ¢46,800 para ser utilizado por el productor como capital de trabajo durante la cosecha. El productor está de acuerdo con el adelanto y fijan los ¢46,800 por quintal. Se debe destacar que el Beneficiador siempre pagará al Productor en colones dependiendo del tipo de cambio de la fecha.



### **6.1.2.2 Análisis previo del beneficiador**

Fecha: Setiembre 2006

En la cosecha del año pasado 2005-2006 un beneficiador recibió 750 quintales de café en la cosecha, este debe hacer un estudio que va a influir en el factor de decisión para predecir cuantos quintales va a recibir para la cosecha 2006-2007. Una vez hecho el estudio en su mercado, este tiene el supuesto que puede recibir 750 quintales de café.

El beneficiador estima que de los 750 quintales de café que le va a entregar el productor serán un 100% calidad primera.

### **6.1.2.3 Fijación de los precios diferenciales**

El diferencial es un precio que se negocia entre compradores y vendedores según oferta y demanda del mercado. El diferencial es el precio que se le resta o agrega al precio fijado por la Bolsa de New York según la calidad de café.

El diferencial consiste en un precio que cubre el flete marítimo, seguro, carga financiera, costo de grading en la Bolsa y una cierta ganancia para el comprador en el exterior. Es un extra costo o pérdida que se le agrega al precio fijado por la bolsa para cubrir los gastos anteriormente mencionados.

El beneficiador elabora un flujo para fijar los precios y diferenciales de cada calidad de café. Esto lo hace basado en aspectos como:



- Oferta y demanda del café en mercados internacionales
- Competidores que influyen en nuestro país como lo son: Guatemala, Colombia y El Salvador en muy poca porción.
- Experiencia pasada.

El beneficiador hace un flujo de los diferenciales que podría obtener del exportador para las varias calidades de su café que serán en este caso: Calidad Primera **+6.75**.

#### 6.1.2.4 Negociación Beneficiador con el Exportador

Fecha: 3 de Octubre 2006

El Beneficiador pacta un diferencial con el Exportador de \$6.75 por quintal, este diferencial es producto de un proceso de negociación y condiciones del mercado anteriormente mencionadas.

El beneficiador negocia los 750 quintales de café con el exportador para entregar Diciembre 2006 contra posición Marzo 2007 según la Bolsa de New York.

Ya en esta fase se inicia la negociación del contrato de futuro donde, el Beneficiador fija vía Exportador la Posición **Marzo 07** a un precio de \$110 NYC.

El Exportador tiene un compromiso formal con el Beneficiador de entregarle los \$110+ \$6.75; por tanto, el precio final pactado entre las partes sería de \$116.75.



#### **6.1.2.4.1 Negociación del Exportador con el Comprador en el Exterior**

Durante este proceso, el Exportador pasa la Orden de Venta Marzo 07 en \$110 a su Comprador en el exterior, así como un diferencial de +\$7.75.

El Comprador adquiere un compromiso con el Exportador de pagarle un \$110+\$7.75, para un total de \$117.75.

#### **6.1.2.4.2 Negociación del Comprador con el Commision House; venta del contrato de futuro**

En esta etapa es cuando se hace efectiva la compra/venta del contrato de futuro.

En este momento, el Comprador en el exterior debe de mantener una cuenta para transar en la Bolsa de New York con el Commision House; y vende los quintales de café en una posición de Marzo 07 en \$110, en esta transacción es el comprador que está expuesto vía su Commision House con la Bolsa de New York.

Comprador debe garantizar los márgenes de variación de la Bolsa de New York; de manera que si el precio de NYC sube el Comprador debe depositar dinero o si el precio baja tiene el derecho a retirar.

#### **6.1.2.4.3 Negociación del Comprador con el Tostador**

Esta negociación se da simultáneamente, ya que en este caso, el Comprador puede estar negociando con el Exportador y el Tostador a la vez.

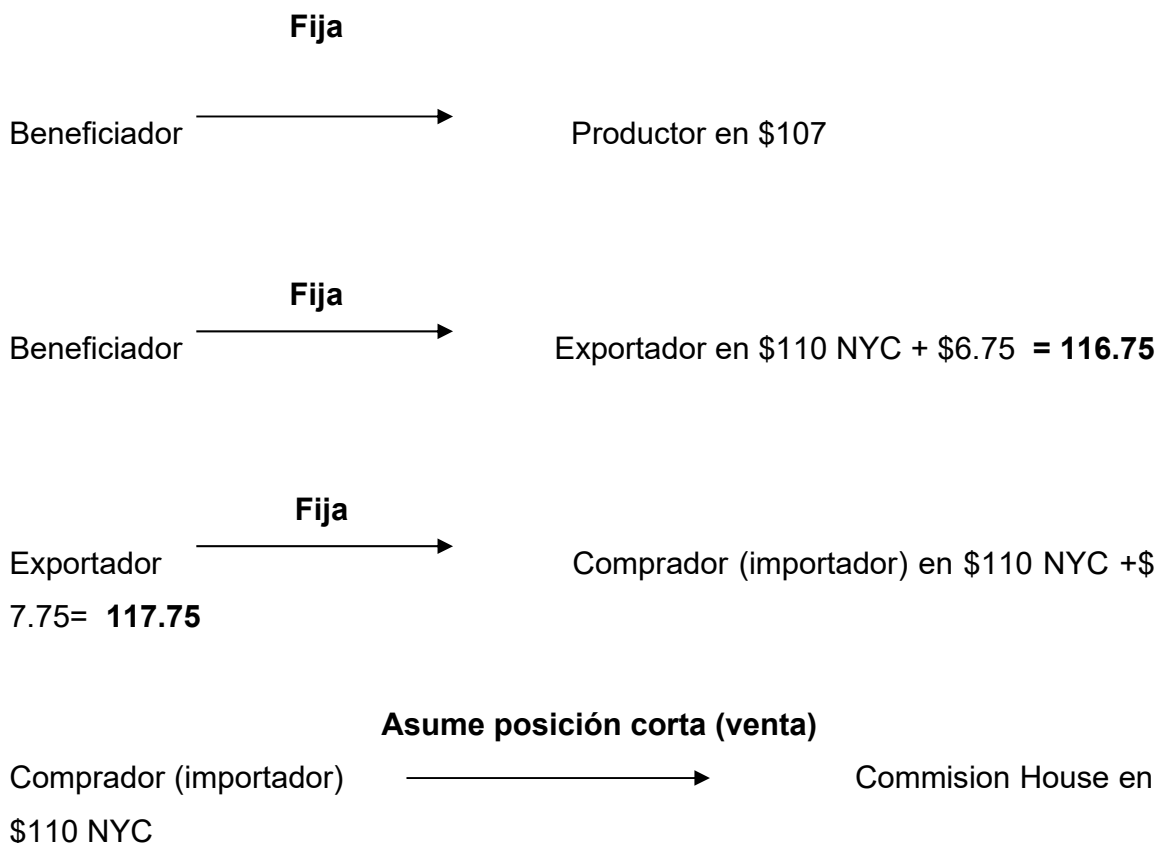




El Comprador en el exterior, generalmente tiene amarradas las ventas de Origen con los Tostadores por medio de un contrato con este último, dependiendo de la situación en la que se encuentra el Comprador este puede adquirir dos posiciones:

Para este caso, la orden del Tostador fue efectuada en \$114 (precio pactado entre Comprador y Tostador) con un diferencial de +\$8.75. Para un total de \$122.75.

Como resultado final de las negociaciones entre las partes se obtienen las siguientes transacciones en la compra/venta del contrato de futuro de los 750 quintales de café:





Tostador  $\xrightarrow{\text{Fija}}$  Comprador (importador) en \$114 + \$8.75  
=\$122.75

**Asume posición larga (compra)**

Comprador (importador)  $\longrightarrow$  Commision House en \$114 +  
\$8.75

### 6.1.3 Análisis del Caso de Contratos de Futuro sobre el Café

#### 6.1.3.1 Evaluación de pérdidas y ganancias de las partes

##### 6.1.3.1.1 Productor

El productor recibirá el adelanto pactado con el Beneficiador durante la cosecha y conforme se haga entrega del café va a recibir un adelanto de  $\text{¢}46,800$  por quintal. Al final de la cosecha el Beneficiador le liquida según precio pactado de \$106 – Adelanto entregado.

##### 6.1.3.1.2 Beneficiador

El beneficiador recibe el precio pactado con el Exportador de \$110 NYC Marzo 07 y el monto del diferencial que fue \$6.75 por quintal. En realidad la ganancia que tiene el beneficiador vendiendo a futuro



su café, es que puede asegurarse el precio que va a recibir por quintal, y esto le ayuda a planificar y visualizar su flujo de efectivo.

La pérdida que puede tener es que perdió la oportunidad de obtener más ganancia si bien; al fijar la su posición Marzo 07 NYC en \$110 durante la cosecha el día 3 de octubre, esta misma posición dos días o un mes mas tarde pudo aumentar a \$120, este hubiese perdido \$10 por quintal. O bien pudo haber fijado en el momento preciso ya que venía una baja exorbitante en la Bolsa de New York y más bien maximizó sus ganancias.

#### **6.1.3.1.3 Exportador**

El exportador recibe del comprador (importador) \$110 NYC + \$7.75 de diferencial pactado con este. En exportador obtiene una ganancia neta de \$1 por quintal. Asimismo le cobra al beneficiador algunos gastos administrativos.

#### **6.1.3.1.4 Comprador (importador)**

Como se mencionó anteriormente el comprador debe garantizar los márgenes de variación de la Bolsa de New York; de manera que si el precio de NYC sube el Comprador debe depositar dinero o si el precio baja tiene el derecho a retirar. Por lo que en el caso anteriormente expuesto el exportador asume una pérdida de \$4 que incurre en la Bolsa de New York hasta que reciba el dinero del tostador. En ese momento tendría cero pérdidas, sin embargo obtendrá un diferencial de \$8.75 del



tostador por lo que obtiene un \$1 de ganancia ya que debe cancelar \$7.75 al exportador y una ganancia adicional cobrada al tostador por gastos administrativos y costos de operación.

### **6.1.3.2 Riesgos de las partes en todo proceso**

#### **6.1.3.2.1 Productor**

- Precio del café dado por la Bolsa de New York caiga por debajo del costo de producción. Esto puede ocasionar que el adelanto obtenido no cubra sus gastos iniciales de operación durante la cosecha.

#### **6.1.3.2.2 Beneficiador**

- Exceso en monto adelanto al productor vrs monto obtenido en la venta al exportador.
- Bancos no le aprueben líneas de crédito para poder afrontar sus gastos durante cosecha.
- Exceso de cantidad aceptado de café lo cual en el tratamiento que le da a este, las calidades (primera, catadura, etc) de café obtenidas no vayan a ser las esperadas.
- Incumplimiento del exportador en el contrato pactado.

#### **6.1.3.2.3 Exportador**

- Incumplimiento del contrato de algunas de las partes



(beneficiador o comprador en el exterior). Por ejemplo que el beneficiador incumpla la calidad de café prometida.

- No logré pactar un diferencial más alto con el comprador por lo tanto deje de percibir esa posible ganancia.

#### **6.1.3.2.4 Importador**

- Incumplimiento del contrato de algunas de las partes (exportador o tostador).
- Fuertes movimientos futuros contrarios a la posición asumida en la Bolsa de New York en el momento de transar el contrato.

#### **6.1.3.3 Posiciones del Mercado en los Contratos de Futuros**

Existen varias posiciones en el Mercado donde se negocian varios meses de entrega /embarque que son:

- Entregas Sep, Oct y Nov contra NYC Dic
- Entregas Dic, Ene y Feb contra NYC Mar
- Entregas Mar y Abr contra NYC Mayo
- Entregas Mayo y Jun contra NYC Julio
- Entregas Julio y Ago contra NYC Sep

En el ejemplo antes formulado se seleccionó entrega Dic 2006 contra NYC Marzo 2007.

Existe la opción de fijar la posición en la Bolsa de New York de dos formas:

- Precio no fijado: Cuando se vende el contrato se puede dejar abierta la



posición y fijarla antes del vencimiento del contrato; actualmente la posición más cercana en la Bolsa de New York es Diciembre '06 y la más lejana es Mayo '08. Se pueden fijar en el momento que estén disponibles las varias posiciones sin embargo se debe tener presente que en las posiciones lejanas no hay tanta liquidez.

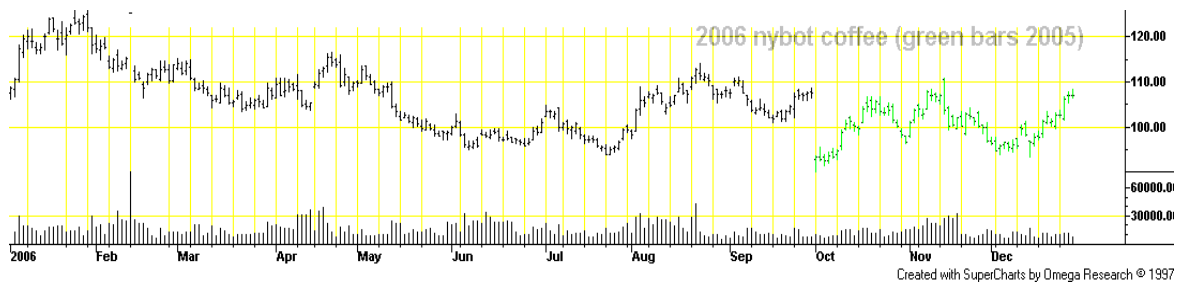
- Embarque futuro con precio fijo: Se vende el contrato a una posición fija. Este se da cuando el beneficiador vende el contrato, sin embargo el precio por 46 kg FOB es fijado el mismo día que se hace la venta del contrato. Es llamado venta con precio fijo o 'outright'.

Es recomendable y menos riesgoso usar el método de embarque futuro con precio fijo ya que puede suceder lo siguiente:

1. El beneficiador decide venderle al exportador para entrega Diciembre 2006 sin embargo no fija su posición.
2. El beneficiador aún no fija la posición, decide esperar y basado en información de gráficas (Gráfica # 5) que le muestran un posible comportamiento futuro de los precios del café espera un mejor momento para fijar su posición.



Gráfico # 5  
Variaciones de los precios de Futuros  
Octubre 2006



Fuente: [http://futures.tradingcharts.com/hist\\_CF.html](http://futures.tradingcharts.com/hist_CF.html)

En este caso la posición más cercana que tendría el beneficiador es Marzo 2007 sin embargo cree que puede esperar y fijar una posición Marzo 2008. Esto puede ser muy riesgoso para el beneficiador y exportador ya que los precios del café tienen comportamientos muy fluctuantes.

Aún así el beneficiador confía en su experiencia y en la investigación del comportamiento del mercado, el precio puede bien; tener un comportamiento distinto a este y sufrir una enorme baja o bien; subir como lo indica la gráfica.

Una baja en los precios del café se puede dar por factores como la influencia en el mercado del café de los fondos de inversión, estos pueden distorsionar el panorama al comprar y vender de manera especulativa.

Es por lo anterior que se recomienda transar en posiciones cercanas que tienen menos riesgos y por lo general más liquidez.



#### **6.1.3.4 Mercado de Futuros de café en Costa Rica y sus participantes en el proceso.**

El Mercado de Futuros sobre el café en nuestro país se encuentra bastante desarrollado, al ser el café un producto primario de exportación por muchos años y al depender nuestra economía de este, el mercado se fue desarrollando y se volvió más ágil y eficiente con el paso de los años.

En 1980 la comunicación era vía Telex, telegrama y las llamadas de larga distancia eran sumamente caras, los exportadores no contaban con pantallas en las cuales se desplegaran los precios actuales de bolsa y mucho menos los beneficiadores. Para ese entonces se tenía un Reuter- Ticket que enviaba las cotizaciones de la Bolsa cada 30 minutos.

Adicional a esto la Bolsa de New York movía muy poco volumen de transacciones y por eso tampoco existió la necesidad de estar conectado directamente, ya que los precios no fluctuaban con tanta constancia.

El mercado de futuros sobre el café en nuestro país es bastante complejo y único, pero a la vez muy competitivo. Actualmente la mayoría de las transacciones que se realizan a futuro involucran a cinco participantes (antes mencionados), lo que lo hace aún más complejo. Sin embargo es un mecanismo de protección efectivo utilizado en el mercado costarricense, para protegerse ante fluctuaciones en los precios del café, aunque no elimina el riesgo de pérdida en su totalidad, si disminuye éste.

En nuestro país no se utiliza tanto, como mecanismo de especulación, no se esperan ganancias exorbitantes de este tipo de inversión, sin embargo muchas empresas costarricenses obtienen ganancias y beneficios financieros.





Es claro que el productor de café por su escaso capital y a la vez conocimiento en los mercados de futuros, debe de buscar un intermediario que tenga un capital más alto para procesar y almacenar el café que es el beneficiador. Este último a su vez negocia con un exportador para que se dedique a la compra y exportación del producto del café y tenga su contacto con los compradores en el exterior.

El Comission House es donde se pacta formalmente el Contrato de Futuros, y solo interactúa con el Comprador en el exterior y debe velar para que se cumplan las negociaciones pactadas en la Bolsa de New York.

#### **6.1.4 Ventajas y Desventajas del los Contratos de Futuro sobre el Café**

##### **Ventajas**

- Las operaciones de futuros sobre café le permite al beneficiador protegerse ante eventuales bajas en los precios de este producto, asimismo le ayuda al beneficiador a visualizar su flujo de efectivo y así poder planificar.
- El hecho que la mayoría de los beneficiadores de nuestro país no sean a la misma vez exportadores, genera que estos últimos obtengan una ganancia, resultado de su experiencia y de sus conexiones con compradores en el exterior al participar en el Mercado de futuros.
- El beneficio de utilizar los diferenciales sobre las calidades de café es que



pueden aprovecharse si se dan movimientos bruscos alcistas. También le permite al beneficiador planificar y saber cuanto va a obtener por la venta de los contratos.

- El beneficiador puede minimizar su riesgo realizando la venta de la totalidad recibida de la cosecha en tramos a distintas posiciones de la Bolsa de New York.

### **Desventajas**

- El poco conocimiento en mercado de futuros, ausencia de educación académica y falta de capital de los productores de café, les ha impedido a estos, obtener una mayor ganancia al no participar directamente en las operaciones de futuros.
- Aunque en la mayoría de transacciones de futuros sobre café se obtienen ganancias o bien no se pierde; se pueden dar pérdidas exorbitantes por posibles eventualidades en el Mercado, como la influencia de los fondos de inversión cuando compran y venden de manera especulativa, esto puede distorsionar el panorama del Mercado.
- Si los precios de la Bolsa de New York de Futuros bajan el productor de café obtendrá un adelanto más bajo, por lo que la Bolsa influye en el adelanto que el beneficiador le entregue al productor de café.
- En la compra/venta de los contratos de futuro se pierde la oportunidad de vender a un precio mejor, si aumenta el precio del producto.



- Una desventaja adicional radica en que pocas veces se produce una cobertura total, normalmente, el tenedor del contrato asume un riesgo adicional de base, originado en movimientos de precios actuales y a futuro, con lo cual las ganancias de uno no compensan las pérdidas de otro. Por lo que, la operación de protección puede resultar en pérdidas, ciertamente pequeñas respecto a la variación de precios.



## 6.2 Caso Práctico Utilizando Contratos de Futuro Financieros sobre las variaciones en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos (Contrato ICP LIBOR)

Para negociar este tipo de contratos de futuro deben existir dos sujetos llamados El Comprador y el Vendedor, para efectos de desarrollar este caso práctico los llamaremos “las Partes”.

Las empresas nacionales que invierten en este tipo de contrato, normalmente son conocidas como “clientes sofisticados”, los cuales poseen una alta cantidad de dinero en capital propio, activos fijos y además son concedores de las opciones de inversión que brinda el mercado financiero costarricense.

El objetivo de este tipo de contratos es, establecer la obligación entre las Partes de liquidar en efectivo en una fecha futura un monto basado en el diferencial entre el rendimiento de un ICP<sup>15</sup>, en colones en la fecha de la operación y el rendimiento de un ICP que habría dado el mismo rendimiento como dólares invertido a la tasa de LIBOR en el mismo período.

Para efectos de entender los próximos casos, resulta indispensable conocer los siguientes términos y condiciones utilizados en la negociación de este tipo de contratos de futuro:

- **Dólar o “\$”** – Dólar de los Estados Unidos de América.

---

<sup>15</sup> ICP: Inversión de Corto Plazo.



- **Fecha de Entrega** – Fecha futura pactada por las Partes para el cumplimiento de sus obligaciones recíprocas, la cual deberá ajustarse a las fechas preestablecidas por la Bolsa Nacional de Valores en las Reglas de Negocio.
  
- **Fecha de Liquidación** – El día hábil siguiente a la Fecha de Entrega
  
- **Fecha de Operación** – La fecha de realización de la operación pactada entre las Partes, a partir de la cual nacen las obligaciones entre éstas.
  
- **ICP** – Nemo-técnico utilizado para denominar el mecanismo de inversión para captación de recursos en colones a corto plazo emitido por el Banco Central de Costa Rica, denominado Inversión de Corto Plazo.
  
- **Tamaño nominal del contrato** – El valor mínimo nominal del contrato según lo estipula el Reglamento de Contratos de Diferencia es, el equivalente en colones de diez mil dólares (\$10,000) a la Fecha de Operación. Dicho monto no podrá ser fraccionado entre inversionistas. No obstante si las partes necesitan dividir su contrato en un tamaño nominal diferente, este se puede negociar en la Bolsa Nacional de Valores.
  
- **Precio del Contrato** – rendimiento pactado entre las dos Partes en la fecha de operación que tomará como referencia inversión en el ICP emitido por el Banco Central con su fecha de vencimiento igual a la fecha de entrega del contrato, en su forma decimal a 4 decimales – (por ejemplo si 15.67%, será 0.1567).



- **Precio de Entrega**

El precio de entrega es el porcentaje derivado de la siguiente formula, en su forma decimal a 4 decimales – (por ejemplo si 15.67%, será 0.1567):

$$PdE = \{(360/n)^* \{[(P/T)^*(1 + L * n / 360)] - 1\}\}$$

Donde:

PdE = Precio de Entrega

n = Número de días naturales entre la Fecha de Operación y la Fecha de Entrega (incluyendo la Fecha de Operación, pero no la Fecha de Entrega)

P = el Valor en Colones de \$10,000 en la Fecha de Entrega

T = Monto del Contrato (en colones)

L = Tasa LIBOR en la Fecha de Operación

- **Reglamento** – Reglamento sobre Contratos de Diferencia de la Bolsa Nacional de Valores S.A<sup>16</sup>.

- **Tasa LIBOR** – Tasa de interés interbancaria en Londres para depósitos en dólares, a un mes, publicada por The British Bankers Association en la Fecha de la Operación, en su forma decimal a 4 decimales – (por ejemplo si 6.55%, será 0.0655).

---

<sup>16</sup> Se adjunta en el Anexo No.3 y se explica en forma detallada en el Capítulo 4, Marco Legal del presente estudio.



- **Valor en Colones** – El valor en colones de un monto denominado en dólares usando como referencia el precio promedio de MONED<sup>17</sup> después del cierre de MONED en el día hábil antes de la fecha relevante, o fecha de entrega del contrato. Y con el nuevo cambio por bandas sigue siendo MONED o MONEX<sup>18</sup> .En el evento que este precio promedio no esta disponible, el precio promedio será decidido por la Gerencia de la Bolsa.
  
- **Comprador** - Puesto de bolsa identificado como comprador en el formulario de reporte de la transacción a la Bolsa<sup>19</sup>, quien asume la postura de la parte compradora y se compromete a pagar el monto de liquidación final, siempre que la diferencia entre el Precio de Entrega y el Precio del Contrato sea negativa.
  
- **Vendedor** - Puesto de bolsa identificado como vendedor en el formulario de reporte de la transacción a la Bolsa, quien asume la postura de parte vendedora y se compromete a pagar el monto de la liquidación final siempre que la diferencia entre el Precio de Entrega y el Precio del Contrato sea positiva.

---

<sup>17</sup> Mercado Organizado de Negociación de Divisas.

<sup>18</sup> Mercado de Monedas Extranjeras

<sup>19</sup> Formulario que se adjunta en el Anexo No.3 es el que se envía a la Bolsa Nacional de Valores cuando se van a negociar este tipo de contratos de futuro.



### 6.2.1 MONTO DE LIQUIDACIÓN FINAL

El monto de liquidación final por cada uno de los contratos negociados se deriva de la siguiente fórmula:

$$M = T * \frac{(PdE - PdC) * n / 360}{1 + L * n / 360}$$

Donde:

M = Monto de liquidación final por cada uno de los contratos negociados (en colones)

T = Monto del Contrato (en colones)

PdE = Precio de Entrega

PdC = Precio del Contrato

n = Número de días naturales entre la Fecha de Operación y la Fecha de Entrega (incluyendo la Fecha de Operación, pero no la Fecha de Entrega)

L = Tasa LIBOR en la Fecha de Operación

Cabe resaltar que si el monto de liquidación resulta positivo, el vendedor deberá pagar al comprador. Por el contrario, si el monto de liquidación resulta negativo, el comprador tendrá la obligación de pagar al vendedor.

Se puede dar la posibilidad de que no exista diferencia en el monto de la





liquidación, esto cuando el precio pactado sea igual al precio de la fecha de entrega. En este caso particular ninguna de las partes tiene que cancelar el monto de liquidación final.

### **6.2.2 CESIÓN**

Ninguna de las Partes puede ceder, asignar o transferir de cualquier forma, sea parcial o totalmente, los derechos y obligaciones establecidas previamente a la negociación.

### **6.2.3 COMISIÓN**

Cualquier comisión pactada entre las Partes o entre un cliente y una de las Partes deberá acordarse de previo a la realización de la transacción y deberá reportarse a la Bolsa en el formulario de reporte de transacción<sup>20</sup>.

El detalle de las comisiones se encuentra descrito en el Capítulo 4 del Marco Legal en el apartado 4.2.1.6 (Cálculo de las Comisiones)

### **6.2.4 LIQUIDACION FINAL**

La liquidación final se realizará en la Fecha de Liquidación, en colones. Se deberán liquidar de la siguiente manera:

\_\_\_\_\_

<sup>20</sup> Ver Anexo No.10



- Operaciones acordadas entre dos puestos de bolsa deben liquidarse a través del sistema SINPE<sup>21</sup> o a través de un banco liquidador. El pago deberá ser un pago único que incluye como referencia las palabras “Contrato de Diferencia” y el número de la operación asignado por la Bolsa. Antes del fin de la Fecha de Liquidación, los dos puestos de bolsa deberán remitir a la Bolsa un aviso sobre el estado de liquidación, a, través del formulario correspondiente determinado en las Reglas de Negocio, el cual deberá enviarse mediante correo electrónico. El puesto de bolsa obligado a liquidar el monto de liquidación final deberá remitir una copia del comprobante del pago.
- Tratándose de operaciones cruzadas por un puesto de bolsa, éstas deben liquidarse a través de cuentas en el puesto de bolsa. El puesto deberá enviar dos de los formularios correspondientes determinados en las Reglas de Negocio, uno en su carácter de Comprador y otro como Vendedor.

### **6.2.5 GARANTIA**

Ambas Partes aportarán una garantía a la Bolsa, la cual será administrada por ésta a través de un fideicomiso. La garantía es un monto en efectivo, pagado en colones, cancelada en el momento en que se firma el contrato. La garantía debe cubrir la pérdida mayor esperada resultado de la transacción del contrato.

---

<sup>21</sup> Sistema Interbancario Nacional de Pagos Electrónicos



- Si la liquidación final se realiza según lo requerido en este contrato, las garantías serán devueltas a las Partes el día hábil siguiente a la Fecha de Liquidación, a través de la hoja de liquidación respectiva.
- Si la liquidación final no se realiza según lo requerido en este contrato: (a) la garantía aportada por el puesto de bolsa que no tenía la obligación de liquidar, le será devuelta el día hábil siguiente a la Fecha de Liquidación, a través de su hoja de liquidación, y (b) la garantía aportada por el puesto de bolsa que tenía la obligación de liquidar será entregada a su contraparte, a través de la hoja de liquidación, luego de que la Bolsa confirme que no ha recibido un comprobante de pago por la totalidad del monto de liquidación.

Una vez comprendidos estos términos y condiciones se procede a explicar los casos prácticos de Contratos de Futuro Financieros sobre variaciones en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos.

#### **6.2.6 Consideraciones Generales**

- Los contratos de Diferencia ICP-Libor se pueden negociar en la Bolsa Nacional de Valores a partir del día 12 de Julio del presente año. Es importante mencionar que aunque la Bolsa Nacional de Valores, no ha realizado hasta el momento una transacción de contratos ICP Libor, esta posee las condiciones legales y técnicas para su negociación.
- PdE = Precio de Entrega y PdC = Precio Pactado (precio del contrato)
- Si  $PdE > PdC$  comprador gana. El vendedor debe pagar al comprador en la fecha de liquidación.
- Si  $PdE < PdC$  vendedor gana. El comprador debe pagar al vendedor en la



fecha de liquidación.

- Considerar la siguiente formula:  $((1+tasa\ dólares)*(1+dev))-1=$  tasa en colones. Donde “dev “, significa devaluación. Esta formula es útil para conocer por ejemplo que tasa en colones debo establecer dependiendo del tipo de cambio que quiero fijar:
  - a. Si mi riesgo es que aumente el tipo de cambio (devaluación colón) asumo posición compradora
  - b. Si mi riesgo es que baje el tipo de cambio (sobre valuación del colón) asumo posición vendedora

#### 6.2.6.1 Escenario # 1:

Una empresa importadora de juguetes tendrá que pagar \$100,000 el 26 de noviembre producto de una compra en el exterior. Si sube el tipo de cambio tendría que pagar más, ya que sus ingresos son en colones producto de las ventas en Costa Rica; por lo que quiere fijar el costo de los \$100,000 en colones. La empresa importadora asume posición compradora (pretende comprar dólares para cumplir con su obligación)

Para el siguiente ejemplo supongamos los siguientes datos

- Días: 30
- Fecha Operación: 25/10/2006
- Fecha Entrega: 25/11/2006
- Fecha Liquidación: 26/11/2006
- Libor en fecha de operación: 5.00%



- Tasa en Colones (ICP): 7.32% (esta tasa la estima el corredor)
- Tamaño de un contrato: \$10.000.00
- Número de contratos: 10
- Tipo de cambio (TC) fecha de operación: ¢520.00
- Tipo de cambio (TC) fecha de entrega: ¢522.00, dependerá del tipo de cambio vigente con el cierre del MONED del 25/11/2006.
- Tipo de cambio pactado: ¢521.00, éste lo acuerdan las partes en el contrato firmado.

**Compra Anticipada Caso Importador**

			Tasa Asociada
Tipo Cambio Pacto	<b>521</b>		<b>7.32%</b>
Tipo Cambio Hoy	520		
Monto en Dólares	100,000		
Tipo Cambio Entrega	<b>522</b>		
<b>n</b> = # días naturales	30	30	
<b>P</b> = Valor en colones	52,100,000	52,200,000	<b>100,000</b>
<b>T</b> = Monto contrato ¢	52,000,000	52,000,000	
<b>L</b> = Libor	5.00%	5.00%	
<b>Precios</b>	<u>Precio Pacto</u> <b>0.073200</b>	<u>Precio Entrega</u> <b>0.096300</b>	Diferencia <b>0.023100</b>
<b>MONTO DE LIQUIDACION</b>			
<b>T</b> = Monto contrato ¢	52,000,000		
<b>PdE</b> = Precio Entrega	0.0963000000		
<b>PdC</b> = Precio Pacto	0.0732000000		
<b>n</b> = # días naturales	30		
<b>L</b> = Libor	5.000%		
Monto liquidación	<b>99,685</b>		Diferencia <b>315</b>

Como se explicó anteriormente la tasa asociada es una tasa ICP (Instrumento a Costo Plazo) que fija el corredor de Bolsa, donde influyen una serie de factores



como la devaluación.

Primero se calculan los precios del contrato, el precio pactado y el precio de entrega del contrato.

**Precio Pactado:** Se calcula el precio pactado que depende de las condiciones en las que se firma el contrato, y para este cálculo se utiliza la siguiente fórmula

$$PdC = \{(360/n) * \{[(P/T) * (1 + L * n/360)] - 1\}\}$$

Donde

- n = Número de días naturales entre la Fecha de Operación y la Fecha de Entrega (incluyendo la Fecha de Operación, pero no la Fecha de Entrega)
- P = el Valor en Colones del contrato pactado, para este caso, es el precio pactado por el valor del contrato (¢521\* \$100.000.00)
- T = Monto del Contrato, para este caso, es el precio de operación en colones por el valor del contrato (¢520\* \$100.000.00)
- L = Tasa LIBOR en la Fecha de Operación (5%)

Entonces,

$$\begin{aligned} &= (360/30 * (((52100000/52000000) * (1 + 0,05 * 30/360)) - 1)) \\ &= 0.073200 \end{aligned}$$

Por lo que el resultado de esta fórmula da una tasa para el PDC (Precio Pactado)



de: 7.32%

**Precio de entrega:** Se calcula el precio de entrega, que dependerá del tipo de cambio vigente ese día.

Como se mencionó en el apartado 6.2.1 del presente capítulo, para este caso específico sería despejar la siguiente fórmula:

$$PdE = \left\{ \left( \frac{360}{n} \right) * \left[ \left( \frac{P}{T} \right) * \left( 1 + L * \frac{n}{360} \right) \right] - 1 \right\}$$

Donde:

PdE = Precio de Entrega

n = 30

P = el Valor en Colones de \$100,000 en la Fecha de Entrega  
(100.000\*522)

T = Monto del Contrato (en colones) (100.000\*520)

L = Tasa LIBOR en la Fecha de Operación (5%)

Entonces,

$$= 360/30 * \left( \left( \frac{52200000}{52000000} \right) * \left( 1 + 0.05 * \frac{30}{360} \right) - 1 \right)$$

$$= 0.0963$$

Donde se determina que el resultado de esta fórmula da una tasa para el PDE (Precio del Entrega) de: 9.63%



Como conclusión se obtiene que el Precio del Contrato es menor al Precio de Entrega ( $PdE > PdC$ ), y según las consideraciones generales de este ejemplo, el comprador gana, por lo que el vendedor debe pagar al comprador en la fecha de liquidación.

Se procede a hacer el cálculo del monto a liquidar por parte del vendedor, para lo que se utiliza la fórmula mencionada en el punto 6.2.2 Monto de Liquidación Final.

$$M = T * \frac{(PdE - PdC) * n / 360}{1 + L * n / 360}$$

Donde:

M = Monto de liquidación final por cada uno de los contratos negociados (en colones)

T = Monto del Contrato (en colones) (100.000\*520)

PdE = Precio de Contrato 7.32%

PdC = Precio del Entrega 9.63%

n = 30

L = Tasa LIBOR en la Fecha de Operación 5%

**Entonces,**

$$= 52000000 * (((0.0963 - 0.0732) * 30 / 360) / (1 + 0.05 * 30 / 360))$$

$$= 99684.6473$$





Existe una diferencia de  $\text{¢}315.00$  (trescientos quince colones), con respecto a los  $\text{¢}100,000$ , que es producto originada por la ausencia algunos puntos decimales.

Por lo que se concluye que para el escenario propuesto y con las condiciones anteriormente mencionadas, el vendedor en este caso el Puesto de Bolsa, debe cancelar a la empresa inversionista la suma de  $\text{¢}100.000.00$ .

Los cien mil colones, representan la variación del tipo de cambio del dólar en la fecha en que se firmó el contrato, con respecto a la fecha en la que la empresa inversionista tiene que pagar los  $\$100.000.00$ , es decir, la empresa no tendrá que incurrir en costos adicionales, ni destinar más capital para comprar los dólares, ya que producto de la negociación con los contratos de futuro obtuvo el monto correspondiente al diferencial cambiario de la fecha del pago de su obligación.

Este tipo de contrato puede ser utilizado también por una empresa exportadora, la cual recibe a cambio de sus exportaciones dólares estadounidenses, sin embargo los cambia en nuestro país por colones para mantener la operación de su empresa (costos fijos, variables, entre otros). Por lo anterior debe asumir una posición vendedora en la negociación de contratos, su fin es vender dólares para cumplir con sus obligaciones en colones. La empresa exportadora debe protegerse de que el tipo de cambio del dólar disminuya en la fecha que deba pagar su obligación en colones.



### **6.2.7 Análisis del Caso Real Utilizando Contratos de Futuro Financieros sobre las variaciones en el tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos (Contrato ICP LIBOR)**

A continuación se hace un análisis del escenario anteriormente expuesto, donde se hace mención a las principales ventajas y desventajas de su uso, así mismo, un breve resumen del mismo.

Para el primer escenario se determina que la empresa inversionista desea protegerse del riesgo de que aumente el tipo de cambio del dólar, y por lo tanto asume una posición compradora, ya que no tiene la certeza del tipo de cambio del dólar en el momento del pago de su deuda.

La empresa necesita un contrato donde el tipo de cambio pactado sea menor al tipo de cambio que surge en el la fecha de entrega.

En este caso expuesto, el tipo de cambio pactado resultó ser menor que el tipo de cambio para la fecha de entrega del contrato, entonces la empresa que asumió la posición compradora obtiene una ganancia de ₡100,000. Este monto a liquidar lo debe cancelar la parte vendedora, que según este análisis es el Puesto de Bolsa correspondiente.

#### **Ventajas**

- Los Contratos ICP Libor proporcionan una cobertura al usuario, ya que minimizan el riesgo de pérdidas de dinero de acuerdo a las fluctuaciones del tipo de cambio.



- Las empresas que negocian este tipo de contratos pueden planificar una estrategia comercial con la confianza de que los movimientos cambiarios no afectarán la rentabilidad esperada de su transacción de negocios.
- Es de gran relevancia saber que los contratos ICP LIBOR, así como los demás contratos de futuro que se negocian en el mercado costarricense, cuentan con el soporte del medio, apoyo de Sugeval y BCCR, ya que como se comentó en capítulos anteriores (Marco Legal Capítulo 4) existen normativas de estas entidades, que regulan la negociación de estos contratos en Costa Rica.
- Actualmente con el nuevo mecanismo de fijación de tipo de cambio dólar, por medio de bandas cambiarias, se le ofrece al empresario costarricense una opción más en el mercado financiero, para protegerse de eventuales riesgos en sus operaciones cambiarias.

### **Desventajas**

- En este tipo de contratos depende de un factor externo que determina la ganancia o pérdida de la transacción, el cual es el comportamiento de la oferta y la demanda del dólar en el mercado costarricense.
- Se corre el riesgo de no poder cumplir con las obligaciones del contrato para la fecha de liquidación del mismo y tener que perder la garantía propuesta a la hora de la negociación.



- Las operaciones de futuro requieren un análisis por parte del usuario, sin embargo, si éste obtiene una evaluación errónea del entorno, va a incurrir en pérdidas.
- Otra desventaja, radica en que los clientes a los que está dirigido este tipo de contratos son inversionistas institucionales o sofisticados, y personas jurídicas con activos totales de al menos diez millones de dólares (\$10,000,000), por lo que se puede concluir que son pocas las empresas costarricenses que pueden transar este tipo de contratos.



## **CAPITULO VII**

## **CONCLUSIONES**



## **7 Conclusiones**

Después de haber analizado el desarrollo y utilización de los contratos de futuro sobre el tipo de cambio del dólar estadounidense y sobre el Mercado de Granos, específicamente el café, en Costa Rica, se podría concluir lo siguiente:

### **7.1 Conclusiones Generales**

1. Los contratos de futuro son un mecanismo que sirven para lograr mayores rendimientos sobre las inversiones realizadas y minimizar el riesgo cambiario.
2. El poco desarrollo mostrado en el mercado financiero en nuestro país, ha creado en la mente del inversionista una actitud conservadora para invertir en instrumentos financieros, especialmente por la poca información divulgada de los mismos.
3. Las operaciones de futuro requieren un análisis por parte del usuario, sin embargo, si éste obtiene una evaluación errónea del entorno, va a incurrir en pérdidas.

### **7.2 Conclusiones Contratos de Futuro Financieros**

4. En Costa Rica existen leyes y normativa cuyo fin es regular el desarrollo de



los mercados de contratos de futuro financieros, y a su vez permite la estandarización en el proceso de negociación de los mismos, ofreciéndole al empresario costarricense seguridad y respaldo de la Bolsa Nacional de Valores, SUGEF y Banco Central de Costa Rica.

5. El propósito fundamental de los Contratos de Futuro Financieros ICP LIBOR, es protegerse de los riesgos que representa para la operación de la empresa, las variaciones en el tipo de cambio del dólar estadounidense.
6. Las empresas que negocian este tipo de contratos pueden planificar una estrategia comercial con la confianza de que los movimientos cambiarios no afectarán la rentabilidad esperada de su transacción de negocios.
7. Con el nuevo mecanismo de fijación de tipo de cambio dólar, por medio de bandas cambiarias, se le ofrece al empresario costarricense una opción más en el mercado financiero, para protegerse de eventuales riesgos en sus operaciones cambiarias.
8. Este tipo de contratos dependen de un factor externo que determina la ganancia o pérdida de la transacción, el cual es el comportamiento de la oferta y la demanda del dólar en el mercado costarricense.
9. Los clientes a los que está dirigido por ley este tipo de contratos, son inversionistas institucionales o sofisticados, y personas jurídicas con activos totales de al menos diez millones de dólares (\$10,000,000), por lo que se puede concluir que son pocas las empresas costarricenses que pueden transar este tipo de contratos.



### 7.3 Conclusiones Contratos de Futuro de Mercancías Básicas

10. El mercado de futuros sobre café en Costa Rica es utilizado como protección ante posibles bajas o fluctuaciones del precio de éste y no de manera especulativa.
11. En Costa Rica las operaciones de futuros sobre café son la herramienta más utilizada en las transacciones de venta internacionales de este producto, donde se ven beneficiados tanto el productor como el beneficiador.
12. Aunque en la mayoría de transacciones de futuros sobre café se obtienen ganancias o bien no se pierde; también se pueden dar pérdidas exorbitantes por posibles eventualidades en el mercado, como la influencia de los fondos de inversión cuando compran y venden de manera especulativa, esto puede distorsionar el panorama del mercado.
13. El 90% de las transacciones de futuros sobre café en nuestro país se realizan a base de diferenciales sobre las calidades de café, los cuales agregan un valor positivo o negativo (depende de las calidades del café), al precio de la transacción.
14. Actualmente el mercado de futuros en nuestro país está tratando de no depender tanto de Bolsa de New York y ha recurrido a transar ventas directas con clientes de prestigio internacionales como cafeterías Sturbucks que dan un mejor precio que el de la Bolsa de New Cork.
15. El beneficiador puede minimizar su riesgo realizando la venta de la totalidad





recibida de la cosecha en tractos a distintas posiciones de la Bolsa de New York.

- 16.El poco conocimiento en mercado de futuros, ausencia de educación académica y falta de capital de los productores de café, les ha impedido a estos, obtener una mayor ganancia al no participar directamente en las operaciones de futuros.
- 17.El tipo de clientes al que están dirigidos los contratos de futuro sobre el café, son los productores, beneficiadores y exportadores del café costarricense, que deseen protegerse de las variaciones en el precio de este producto.
- 18.Actualmente, la Bolsa Nacional de Valores no cuenta con una reglamentación y/o experiencia para incursionar en la negociación de este tipo de contratos sobre mercancías.



## **BIBLIOGRAFIA**



Quirós Alpizar, Jose Antonio, **Protección del Citricultor costarricense mediante los contratos de futuros de jugo de naranja.** Trabajo Final de Graduación para optar por el grado de Master en Administración de Negocios. Instituto Tecnológico de Costa Rica. 1994.

Bolaños Vargas. Mario; López Casi Armando., **Los mercados de futuros y la posible aplicación práctica en el mercado financiero y bursátil costarricense.** Cámara de Concesionarios de Puestos de Bolsa. 1995.

Azofeifa Madrigal, Gustavo; Ramírez González Jeffrey; Venegas Leandro Román, **Potencial de un Mercado de Forward en Costa Rica** Trabajo Final de Graduación para optar por el grado de Licenciatura en Finanzas. Instituto Tecnológico de Costa Rica. 2002.

Esquivel Solís, César, Guerrero Araya Ronald, **Resultado de la Introducción de los contratos de cobertura de tasas de interés (CTI'S) en el mercado bursátil costarricense.** Trabajo Final de Graduación para optar por el grado de Master en Administración de Empresas. Instituto Tecnológico de Costa Rica. 1998

Entrevista con el señor Roberto Saad. Bolsa Nacional de Valores, FECHA Y HORA



Entrevista con el señor Enrico Gaehwile de Panamerican Coffee Trading Co. FECHA Y HORA

Capacitación “El nuevo Régimen Cambiario y sus repercusiones en el sector comercial”. Impartida por el señor Jorge Guardia Quirós, organizado por la Cámara de Comercio de Costa Rica.

HULL, John (1996). INTRODUCCIÓN A LOS MERCADOS DE FUTUROS Y OPCIONES. Editorial Prentice Hall, España.

BODIE, Zwi y Robert C. Merton (1999). FINANZAS. Editorial Prentice Hall, México.

Chicago Board of Trade, Commodity Products, EXPLICACION DE LA BASE, Business Development, USA.

## **PAGINAS WEB**

<http://www.bnv.co.cr/ceval2>

<http://www.bolsacr.com>

<http://www.asamblea.go.cr/proyecto/ley2000.htm>

<http://www.intracen.org/thecoffeeguide/ViewGuide.aspx?lang=S&ID=2&nof>



[rame=true](#)

<http://www.icafe.go.cr/icafe/index.htm>

<http://futures.tradingcharts.com>

[http://www.quality-consultant.com/gerentica/publicaciones/publicacion\\_002.htm](http://www.quality-consultant.com/gerentica/publicaciones/publicacion_002.htm) - 37k

[http://es.wikipedia.org/wiki/Contrato\\_de\\_futuros](http://es.wikipedia.org/wiki/Contrato_de_futuros)

<http://www.matba.com.ar/opciones.asp>

[www.bnv.fi.cr](http://www.bnv.fi.cr)

[www.bccr.fi.cr](http://www.bccr.fi.cr)

<http://www.mexder.com.mx/MEX/paginaprincipal.html>



## **ANEXOS**



## **ANEXO No 1**

### **CLASIFICACIÓN DE LOS CONTRATOS DE FUTURO SOBRE MERCANCIAS BÁSICAS**



## **ANEXO No 2**

ARTÍCULOS MÁS RELEVANTES DE LA LEY 7732 REGULADORA DEL MERCADO  
DE VALORES





## **ANEXO No 3**

### REGLAMENTO SOBRE CONTRATOS DE DIFERENCIA



## **ANEXO No 4**

MERCADO ORGANIZADO DE NEGOCIACION DE DIVISAS (MONED)



## **ANEXO No 5**

REGLAMENTO PARA EL USO DE DERIVADOS EN MONEDA EXTRANJERA DE LA  
LEY ORGÁNICA DEL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA, LEY 7558



## **ANEXO No 6**

COFFEE "C" RULES, DE LA BOLSA DE NEW YORK (NYSE)



**ANEXO No 7**

**REGIMEN DE RELACIONES ENTRE PRODUCTORES,  
BENEFICIADORES Y EXPORTADORES DE CAFÉ**



## **ANEXO No 8**

FORMULARIO CFD 1A



## **ANEXO No 9**

FORMULARIO CFD 1B



## **ANEXO No 10**

FORMULARIO UTILIZADO EN BOLSA PARA CONTRATOS DE  
FUTURO