

**UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS.
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
Y CONSULTORÍA EMPRESARIAL.**



“CREACIÓN DE LAS BASES DE DESARROLLO PARA EL USO DEL SISTEMA DE COBERTURA DE RIESGO DE FUTUROS Y OPCIONES DE DIVISAS EN DÓLAR, YEN Y EURO, COMO ELEMENTO DE IMPULSO PARA LA EMPRESA EXPORTADORA E IMPORTADORA EN EL SALVADOR.”

PRESENTADO POR:

**ING. JORGE ALBERTO ULLOA ERROA.
LIC. JOSÉ OLIVERIO LEIVA POCASANGRE.
ING. ANTONIO HERIBERTO MARTÍNEZ MARTÍNEZ.**

PARA OPTAR AL GRADO DE:

**MAESTRO EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS Y
CONSULTORIA EMPRESARIAL**

NOVIEMBRE 2004

SAN SALVADOR, EL SALVADOR, CENTRO AMERICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

**DRA. MARÍA ISABEL RODRIGUEZ
RECTORA**

**LIC. ALICIA MARGARITA RIVAS DE RECINOS
SECRETARIA GENERAL**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS.

**LIC. EMILIO RECINOS FUENTES.
DECANO**

**LIC. DILMA YOLANDA VASQUEZ DEL CID.
SECRETARIA**

TRIBUNAL EXAMINADOR:

**DR. OSCAR OVIDIO CABRERA.
MSc. DIMAS RAMIREZ ALEMAN
MSc. RENÉ CUELLAR MARENCO**

INDICE

PAG.

INTRODUCCION

v

CAPÍTULO I

MARCO TEÓRICO Y REFERENCIAL.

1.1. Planteamiento del problema.	1
1.2. Justificación.	2
1.3. Cobertura o alcance	3
1.3.1. Geográfica.	3
1.3.2. Cobertura Temporal.	3
1.4. Objetivos e hipótesis	4
1.5. Sistema de hipótesis.	5
1.6 Marco Teórico y Referencial.	6
1.6.1. Activos financieros.	7
1.6.2. Mercados financieros.	7
1.6.3. Mercados de derivados.	9
1.7. Los tipos de cambios.	10
1.7.1. Análisis del tipo de cambio.	11
1.7.1.1. Tipos de cambio fijo.	11
1.7.1.2. Tipos de cambio flexible o variable.	11
1.7.2. Otras variaciones de sistemas intermedios de tipo de cambio.	12
1.7.3. Cotización de tipos de cambio.	14
1.7.4. Volatilidad creciente de los tipos de cambio.	14
1.7.5. Los tipos de cambio y la competitividad de las empresas.	16
1.8. Contrato de futuros y opciones como herramientas financieras en el desarrollo de la empresa.	17
1.8.1. Contrato de futuro de divisas.	17
1.8.1.1. Mercado de futuros de divisas.	19

1.8.1.2. Valoración de los futuros sobre divisas.	20
1.8.1.3. Cobertura con futuros sobre divisas.	21
1.8.1.4. Proceso de la estrategia de cobertura sobre divisa.	23
1.8.1.5. Especulación de futuros sobre divisas.	25
1.8.2. Contrato de opciones de divisas.	25
1.8.2.1. Características de las opciones de divisas al contado.	26
1.8.2.2. Determinantes de valores de mercado de las opciones de divisas.	28
1.8.2.3. Mercado de futuros y opciones como herramientas de cobertura.	30
1.8.2.4. Principios básicos para realizar una cobertura.	32
1.8.2.5. Beneficio de los mercados de futuros al ser utilizado como herramientas. Como herramientas de cobertura.	33
1.8.2.6. Esquema de una cobertura.	34

CAPITULO II.

DIAGNÓSTICO DEL USO DE LOS MERCADOS DE DIVISAS (OPCIONES Y FUTUROS) DE LAS EMPRESAS SALVADOREÑAS.

2.0. Sistema financiero salvadoreño.	35
2.1. Estructura del sistema financiero.	35
2.1.1. Banco Central de Reserva.	35
2.2. Mercado bursátil en el salvador.	36
2.3. Análisis de la competitividad de las empresas salvadoreñas.	40
2.3.1. Competitividad de las empresas salvadoreñas.	40
2.3.1.1. Productividad para competir.	43
2.3.1.1.1. Las fuentes del crecimiento Económico.	43
2.3.1.1.2. Competitividad.	43
2.3.1.2. Diagnostico de la capacidad competitiva de las exportaciones.	47
2.3.1.2.1. El sector exportador salvadoreño.	47
2.3.1.2.2. Empresas exportadoras	48
2.3.1.2.2.1. Características de las empresas exportadoras salvadoreñas.	48
2.3.1.2.2.1.1. Insumo importados.	49
2.3.1.2.2.1.2. Actualización tecnológica.	49

2.3.1.2.2.1.3. Mercado interno y principal destino de exportación.	49
2.3.1.2.2.1.4. Ventas.	49
2.3.1.2.2.1.5. Factores que inciden para incrementar el volumen de producción.	50
2.3.1.2.2.1.6. Innovaciones que realizaron las empresas que aumentaron las exportaciones.	50
2.3.1.2.2.1.7. Entorno	51
2.3.1.3. Evaluación de las exportaciones.	51
2.3.1.3.1. Clasificación de las empresas por sector económico.	51
2.3.1.4. Fortalecer el mercado de factores productivos para mejorar la competitividad de las empresas salvadoreñas.	54
2.3.1.4.1. Costo laboral y regulación del mercado de trabajo.	54
2.3.1.4.2. Salario mínimo.	55
2.3.1.4.3. Eficiencia y acceso a recursos financieros.	55
2.3.1.4.4. Eficiencia macroeconómica.	56
2.3.1.4.5. Solvencia patrimonial.	56
2.3.1.4.6. Sistema bancario.	57
2.3.1.4.7. Supervisión y regulación.	57
2.3.1.4.8. Eficiencia microeconómica.	57
2.4. Estudio de campo.	58
2.4.1. Descripción general de la metodología a seguir en el estudio.	58
2.4.1.1. Metodología de la investigación.	58
2.4.1.1.1. Determinación del universo o población.	58
2.4.1.1.2. Definición del método de investigación y de la muestra.	59
2.4.1.1.2.1. Determinación de la muestra.	59
2.4.2. Técnicas de recopilación de datos.	61
2.4.3. Análisis e interpretación de resultados.	61
2.5. Contrastación de hipótesis.	77
2.5.1. Comprobación de hipótesis por la distribución chi-cuadrado.	77

CAPITULO III

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

3.1. CONCLUSIONES.	81
3. 2. RECOMENDACIONES: PROPUESTA	83
3.2.1. Creación del sistema de cobertura de riesgo.	83
3.2.2. Sistema de cobertura de gestión de riesgo.	85
3.2.3. Gobierno.	89
3.2.4. Estrategias para la implementación del proyecto.	91
3.2.5. Sistemas de cobertura de riesgo.	92
3.2.6. Beneficio del proyecto.	93
BIBLIOGRAFÍA.	94
ANEXOS.	96

INTRODUCCION

El presente trabajo de investigación titulado : CREACION DE LAS BASES DE DESARROLLO PARA EL USO DEL SISTEMA DE COBERTURA DE RIESGO DE FUTUROS Y OPCIONES DE DIVISAS, DÓLAR, YEN Y EURO COMO ELEMENTO DE IMPULSO PARA LA EMPRESA EXPORTADORA E IMPORTADORA DE EL SALVADOR, tiene como propósito sentar las bases teóricas del uso de los instrumentos financieros derivados de opciones y futuros para su utilización como instrumentos de cobertura de riesgo que aparecen en las transacciones comerciales y financieras de las empresas .

La investigación se dirige a las empresas exportadoras e importadoras de El Salvador que hacen sus transacciones comerciales de productos e insumos en divisas como el Dólar, Yen y Euro y que están expuestas al riesgo de las variaciones del tipo de cambio de estas divisas.

Por lo expuesto anteriormente, este trabajo trata de mostrar a las empresas los beneficios de utilizar parcial o totalmente los instrumentos derivados de opciones y futuros como cobertura de riesgo, para protegerse de las variaciones del tipo de cambio de las divisas utilizadas por estas empresas.

Con la finalidad de los derivados de Opciones y Futuros de cubrir los posibles riesgos que aparecen en las transacciones comerciales y financieras, en este trabajo se ha investigado que existen dos causas principales por lo que las empresas exportadoras e importadoras de El Salvador no utilizan los derivados de opciones y futuros como un medio de cobertura de riesgo por las variaciones del tipo de cambio de divisas. Entre estas causas tenemos: La falta de conocimientos sobre los instrumentos financieros de Opciones y Futuros; y la falta de acceso, con costos razonables, a estos instrumentos financieros por las empresas.

Lo anterior hace que las empresas exportadoras e importadoras no logren una mayor competitividad con las empresas internacionales que mayoritariamente utilizan estos instrumentos, por lo que es necesario empezar a sentar las bases para la utilización de los mismos.

A continuación se describirán brevemente los contenidos de cada uno de los capítulos que conforman el presente trabajo de investigación:

En el **Capítulo I**, se describe el problema a investigar, los objetivos de la investigación y las hipótesis, así mismo se plantea el marco teórico conceptual que sustentan el análisis de la investigación así como la manera en que operan los mercados de derivados de Opciones y Futuros internacionalmente y la forma en que ayudan a participar a las empresas en la actual globalización comercial, donde resulta indispensable contar con coberturas que auxilien a cubrir los riesgos y a efectuar planeaciones financieras más confiables, con lo que se lograría mantener un nivel de competitividad esencial para las empresas en países de desarrollo.

En el **Capítulo II**, se realiza un breve análisis de las características propias de las empresas salvadoreñas y un diagnóstico de la capacidad competitiva que tienen las empresas salvadoreñas, donde se conocen los principales factores y causas que afectan la competitividad de las empresas, así mismo se realizó un estudio de campo por medio de encuestas y entrevistas que nos permitiera conocer el uso de los mercados de divisas de Opciones y Futuros por las empresas de El Salvador.

En el **Capítulo III**, se dan a conocer las conclusiones de la investigación y la propuesta de **Uso del Sistema de Cobertura de Riesgo de Futuros y Opciones de Divisas, Dólar, Yen y Euro como Elemento de Impulso para la Empresa Exportadora e Importadora de El Salvador**, la cual contiene el sistema de cobertura y gestión de riesgo, las Estrategias para la implementación del proyecto y los Beneficio del mismo.

CAPÍTULO I: MARCO TEÓRICO Y REFERENCIAL.

1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.

Existe una serie de problemas económicos, sociales y financieros que tienen los empresarios salvadoreños exportadores e importadores, que no les permiten competir en los mercados internacionales, entre los que podemos mencionar:

- En El Salvador no existen instrumentos financieros idóneos que contribuyan al desarrollo de la pequeña y la mediana empresa, así como la falta de sistemas de cobertura de riesgos en las transacciones comerciales externas. La mayoría de empresarios salvadoreños desconocen el uso de los futuros y opciones como una alternativa para cubrir riesgos de mediano y largo plazo en las transacciones comerciales, ya que existen una gama de monedas en las que comercializan los países sus productos, es necesario crear la cultura entre ellos de que negocien bajo un sistema más seguro y de mejores oportunidades competitivas como lo son los futuros y opciones de divisas.
- En el Sistema Financiero Salvadoreño no existe líneas de crédito que financien el riesgo de las transacciones comerciales de los empresarios con otros países, en divisas y productos físicos.
- La mayoría de las empresas poseen una Vulnerabilidad legal y organizacional, que le es difícil ingresar al sector formal de la economía, por que los requerimientos legales para formalizarse son muchos y costosos. Así mismo poseen deficiente gestión y desconocimiento de las herramientas financieras y administrativas, que les garanticen la supervivencia de las unidades productivas.
- La baja productividad, la volatilidad de los precios de exportación y las modificaciones del tipo de cambio, son problemas que afectan la competitividad de las empresas salvadoreñas en mercado externo.

1.2 JUSTIFICACIÓN.

Al establecer un Sistema de Cobertura de Riesgo de futuros y Opciones de divisas como elemento impulsor para la empresa exportadora e importadora, éstas podrían tener un mayor impacto financiero, mejoramiento de la competitividad, alternativas de inversión en el sector financiero y disminuir el riesgo de fluctuaciones de precio en la divisa.

En una economía mundial, donde las empresas de todos los países compiten entre sí y el empresario salvadoreño no organizado le es más difícil competir por la falta de protección en las transacciones comerciales por medios de instrumentos financieros como las opciones y futuros.

La investigación que se realizará es de importancia económica y financiera para las empresas exportadoras e importadoras de El Salvador, ya que la mayoría de éstas no tienen cobertura de riesgo para variaciones en los tipos de cambios de divisas para sus operaciones comerciales. Las empresas que utilicen estos instrumentos tendrían un seguro de cobertura de riesgo de las divisas, que les permitiría exportar o importar con mayor seguridad y proteger sus inversiones.

Las empresas que utilicen los instrumentos de opciones y futuros como cobertura de riesgo, mejorarían su competitividad en cuanto a las operaciones de compra y venta domésticas, exportaciones o importaciones de materias primas, maquinaria, o bien de transacciones financieras que exista un riesgo muy alto de pérdidas o de una erogación de recursos mayor a la esperada y que pongan en peligro la subsistencia de industrias, empresas, instituciones financieras etc. Por lo que la utilización de estos instrumentos por parte de las empresas salvadoreñas mejorará su competitividad por que estarán protegidas en sus transacciones comerciales

Así mismo el sector financiero se verá favorecido, por que tendría la posibilidad de generar otras opciones de financiar actividades económicas rentables como lo es el uso del mercado de derivados, específicamente los Futuros y las Opciones de cobertura de riesgo en las transacciones de comerciales de exportaciones e importaciones en divisas como el Dólar, Yen y el Euro.

Los contratos de futuros y opciones son instrumentos que presentan un alto grado de estandarización que permiten simplificar los procesos de negociación e integración de los usuarios del sistema de cobertura, incrementando los volúmenes de contratación y la liquidez de los mercados.

Además la estandarización de los contratos y de los diferentes procesos de negociación, liquidación y compensación es un aspecto muy ventajoso, pues permite racionalizar todos los procesos y establecer una reducción considerable de costos. La importancia principal de operar dentro de los mercados de opciones y futuros son: proporcionar un mecanismo práctico y eficiente para manejar el riesgo de las fluctuaciones de precio cuando se está por tomar una decisión de producción. Y además no existen riesgos de incumplimiento, por que el contrato está garantizado por el mercado donde se realizó.

1.3 COBERTURA O ALCANCE.

1.3.1. Geográfica.

La presente propuesta se ha elaborado brindando enfoques de los principales mercados de Futuros y Opciones que operan en el mundo, haciendo específicamente propuestas para el mercado exportador e importador salvadoreño, europeo y el asiático donde circulan con mayor frecuencia el Dólar, el Yen y el Euro.

1.3.2. Cobertura Temporal.

- Se analizara el flujo de divisas por el periodo de 1999 a 2003 en dólar, yen y euro como producto de las exportaciones e importaciones de las empresas Salvadoreñas, así como diagnosticar el uso de los instrumentos financieros de Futuros y Opciones.
- Se analizó los principales mercados en donde se destinan las exportaciones, su clasificación y las principales empresas.

1.4 OBJETIVOS

OBJETIVOS.

General.

Crear las bases teóricas para implementar las operaciones de cobertura de riesgo con Futuros y Opciones de divisas en Dólar, Yen y Euros en las exportaciones e importaciones realizadas por las empresas salvadoreñas.

Específicos.

- Realizar diagnóstico e identificación de las causas que determinan la no utilización de parte de las empresas de El Salvador de sistemas de cobertura de riesgo para sus transacciones comerciales.
- Ofrecer Información sobre los instrumentos legales adecuados, que contribuya a impulsar los instrumentos financieros idóneos para el uso de mercados de Futuros y Opciones por parte de las empresas.
- Determinar que por desconocimiento sobre los mercados de Derivados de opciones y futuros no se utilizan estos por las empresas salvadoreñas.
- Incorporar en la propuesta presentada elementos teóricos adecuados para el desarrollo de Futuros y Opciones como elementos dinámicos de coberturas de riesgos en las transacciones comerciales de divisas en Dólar, Yen y Euros, en El Salvador.

1.5 SISTEMA DE HIPÓTESIS.

Hipótesis Nula (Ho).

La mayoría de las empresas exportadoras e importadoras de El Salvador, desconocen los mecanismos y fundamentos de cómo funcionan los mercados de derivados por lo que no hacen uso de éstos para mejorar su competitividad.

Hipótesis Alterna (H1).

La mayoría de las empresas exportadoras e importadoras de El Salvador, conocen los mecanismos y fundamentos de cómo funcionan los mercados de derivados y hacen uso de estos para mejorar su competitividad.

Hipótesis Nula (Ho).

La falta de conocimiento sobre el uso específico de las opciones y futuros como una cobertura de riesgo cambiario, hacen que las empresas de El Salvador, no utilicen las opciones y futuros como una cobertura de riesgo cambiario en sus transacciones comerciales para mejorar su competitividad.

Hipótesis Alterna (H1).

El conocimiento sobre el uso específico de las opciones y futuros como una cobertura de riesgo cambiario, hacen que las empresas de El Salvador, utilicen las opciones y futuros como una cobertura de riesgo cambiario en sus transacciones comerciales para mejorar su competitividad.

Hipótesis Nula (Ho).

Por la falta de acceso a los instrumentos financieros idóneos, como los futuros y opciones de cobertura de riesgos de las transacciones comerciales en dólar, yen y euros; en el sistema financiero salvadoreño las empresas exportadoras e importadoras de el salvador piensan que el gobierno podría financiar esta cobertura para **manejar las fluctuaciones de precios** en los mercados internacionales y ser más competitivas.

Hipótesis Alterna (H1).

Al existir el acceso a los instrumentos financieros idóneos, como los futuros y opciones de cobertura de riesgos de las transacciones comerciales en dólar, yen y euros; en el sistema financiero salvadoreño las empresas exportadoras e importadoras de el salvador no piensan que el gobierno financie esta cobertura para manejar las fluctuaciones de precios en los mercados internacionales para ser más competitivas.

1.6 MARCO TEORICO Y REFERENCIAL

Los mercados de futuros y las opciones no son instrumentos nuevos a nivel de países desarrollados, ya que sus orígenes en forma organizada datan desde 1848 y 1868 respectivamente, sin embargo en la actualidad resultan ser conocidos por muy poca gente en los países hispanoamericanos. La utilización de estos mercados como herramienta de cobertura ha sido un tema que siempre ha llamado la atención y en los países en vía de desarrollo son pocos o nulos los instrumentos que existen como cobertura contra fluctuaciones adversas de los tipos de cambio.

Existen pocos instrumentos financieros con finalidad social, como los son los mercados de futuros y las opciones, los cuales consisten en ofrecer un mecanismo de cobertura contra el riesgo de fluctuaciones adversas de los precios y ayudan a conocer el precio de referencia de los productos, partiendo de un parámetro estandarizado. Los mercados de futuros y opciones no sólo sirven como herramientas de cobertura, de hecho son utilizados en la mayoría de los casos como vehículo de especulación, debido a su alto apalancamiento y a las oportunidades que ofrecen de realizar considerables utilidades en relación al capital que requieren.

En la presente investigación se trata de explicar la manera en que operan los mercados de derivados (futuros y opciones) y la forma en que ayudan a participar en la actual globalización comercial, donde resulta indispensable contar con coberturas que auxilien a cubrir riesgos y a efectuar planeaciones

financieras más confiables, con lo que se lograría mantener un nivel de competitividad, esencial para las empresa en los países en desarrollo.

1.6.1. **ACTIVOS FINANCIEROS.**

Un **activo**, en términos generales, es cualquier posesión que tiene valor en un intercambio, los cuales pueden ser clasificados como **tangibles e intangibles**, los primeros son aquellos cuyo valor depende de las propiedades físicas particulares, como los edificios, terrenos o maquinaria y los activos intangibles, por el contrario, representan obligaciones legales sobre algún beneficio futuro, como los **activos financieros** y su valor o beneficio típico es una obligación de dinero a futuro.

Función de los Activos Financieros.

Los activos financieros tiene dos funciones económicas principales: **la primera** es la transferencia de fondos de aquellos que tienen un excedente, hacia aquellos que los necesitan para invertirlos en activos tangibles. La **segunda** función es transferir fondos en forma tal, que se distribuya el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo, el cual se genera por los activos tangibles entre aquellos que buscan y aquellos que proporcionan los fondos.

1.6.2 **MERCADOS FINANCIEROS.**

Un mercado financiero es donde se intercambian activos financieros, y la existencia del mismo no es condición necesaria para la creación y el intercambio de un activo financiero, ya que en la mayoría de las economías los activos financieros se crean y posteriormente se comercian en algún mercado financiero. Se llama un mercado Spot o de efectivo al mercado donde se comercia un activo financiero para su entrega inmediata.

Función de los Mercados Financieros.

Estos mercados proporcionan tres funciones económicas importantes: **La primera** es que integran a compradores y vendedores en un mercado para determinar el precio del activo comercializado; **la segunda** es que proporcionan un mecanismo para que el inversionista venda un activo financiero, proporcionando liquidez, la cual es una característica atractiva cuando las circunstancias fuerzan o motivan a un inversionista a vender. Si no hubiera liquidez, el poseedor estaría forzado a conservar un instrumento de deuda hasta su vencimiento y un instrumento de acción hasta que la compañía fuera liquidada voluntariamente o involuntariamente; la liquidez es lo que caracteriza a los diferentes mercados financieros. **La tercera** función es que reduce el costo de las transacciones, ya sea los costos de búsqueda y los de información.

Clasificación de los Mercados Financieros.

Hay muchas formas de clasificar los mercados financieros: una es por el tipo de obligación financiera, (mercado de deuda y mercado de acción), por el **vencimiento de la obligación** (Mercado de dinero y mercado de capitales), por la **madurez de la obligación** (Mercado primario y mercado secundario), por la **entrega inmediata o futura** (mercado spot o efectivo y mercado de derivado) y por la **estructura organizacional** (mercado de subasta, mercado de mostrador y mercado intermediario), sin embargo, en esta investigación se analizarán en detalle el mercado de derivados, o sea por la entrega a futuro de las transacciones. 1]

1] FABOZZI FRANK Y OTROS. Mercados e Instituciones Financieras, 1ª. Edición, Edit. Prentice-Hall Hispanoamérica, S.A. México 1996. P-7

1.6.3 MERCADOS DE DERIVADOS.

Derivado.

Es un instrumento financiero que se negocia tomando como referencia la cotización de un activo subyacente, permitiendo tomar o eliminar el riesgo en base a acuerdos para la entrega en una fecha futura del activo subyacente en cuestión. La finalidad de los derivados es cubrir los posibles riesgos que aparecen en cualquier operación financiera, estabilizando y concretando el costo financiero real de la operación. Los tipos de productos derivados son conocidos como los contratos de **Futuros y Opciones**. En algunos contratos el poseedor del documento tiene la obligación o la alternativa de comprar o vender el activo financiero en algún tiempo futuro y el precio de cualquier contrato de estos deriva su valor del precio del activo financiero subyacente.

Los instrumentos derivados no se limitan a activos financieros, sino que hay algunos que involucran productos básicos y metales preciosos. Sin embargo, nuestro enfoque en esta investigación es sobre los instrumentos derivados, donde los activos subyacentes pueden ser una divisa valorada por el tipo de cambio en dólar con relación a los tipos de cambios del Yen y el Euro.

Tipos de Instrumentos Derivados.

Los tipos básicos de instrumentos derivados son los **contratos a futuros y contratos de opción**. Un contrato a futuro o a plazo es un acuerdo por el cual, dos partes acuerdan una transacción con respecto a algún activo financiero, a un precio predeterminado y a una fecha futura específica. Una parte acuerda comprar el activo financiero y la otra su venta, ambas partes están obligadas a realizarlo sin ninguna carga de una cuota. Un contrato de opciones da al poseedor del contrato el derecho, pero no la obligación, de comprar (o vender) un activo financiero, a un precio especificado a la otra parte. El comprador del contrato debe de pagar al vendedor, una cuota a la cual se le llama **precio de la opción** y cuando la opción garantiza a su propietario el derecho de comprar un activo financiero de la otra parte, se le dice **opción de compra**. Si en vez de

ello, dicha opción garantiza al propietario el derecho de vender un activo financiero a la otra parte, se le nombra opción de venta.

1.7 LOS TIPOS DE CAMBIO.

Un tipo de cambio es la cantidad de una moneda que puede ser intercambiada por una unidad de otra moneda, es el precio de una moneda en términos de otra por lo tanto, los tipos de cambio pueden ser cotizados “en ambas direcciones”. Por ejemplo el tipo de cambio entre el dólar de Estados Unidos, el Yen Japonés y Euro en los países europeos, podría ser cotizado en los siguientes términos: La cantidad de dólares de Estados Unidos necesaria para adquirir un Yen japonés siendo este el precio en dólares de un Yen o el número de yenes necesarios para adquirir un dólar americano, o el precio del Yen para un dólar. ^{2]} Para analizar y comprender el proceso de esta investigación es necesario manejar algunos conceptos importantes como: el **Tipo de cambio** el cual es un sistema por el que se determina el valor de una moneda, donde su cotización se, determina por el precio establecido en los mercados libres de divisas, las cuales se pueden apreciar o depreciar en su valor según se aplica a tipo de cambio fijo o variable, manifestándose así el **mercado de divisa** donde se realizan intercambio de monedas por otras, las cuales no tienen ubicación física, y pueden ser demandadas y ofrecidas por otras monedas por el método interbancario o financiero. También es importante analizar el **Tipo de cambio efectivo real(relación real de intercambio)**, que es un índice que mide la variación del poder adquisitivo de la moneda de un país con relación a otras monedas, se calcula teniendo en cuenta las variaciones del tipo(s) de cambio y los índices de precios de ambos países, existiendo las posibilidades de pérdidas por variación en el tipo de cambio (riesgo cambiario), generados por una especulación o sea por asumir a propósito un riesgo cambiario con expectativas de obtener ganancias.

^{2]} IBID, P-652

1.7.1 Análisis del Tipo de Cambio.

EL análisis lo podemos realizar haciendo una diferenciación entre el tipo de **cambio fijo** con el **variable o flexible** u otras modalidades que se pueden presentar según la elección de los países.

1.7.1.1. TIPOS DE CAMBIO FIJO.

Tipo de cambio fijo: se establece una relación oficial entre la unidad monetaria doméstica y la moneda extranjera. Existen argumentos en contra de los tipos de cambio fijo, entre los que podemos mencionar: Proporciona un mecanismo de ajuste más complicado para los desequilibrios comerciales, ya que un déficit incipiente en el tipo de cambio fijo requerirá de una recesión para reducir el ingreso o los precios. Cuando se presenta un déficit bajo en un sistema de cambio fijo, las tarifas y las restricciones sobre el flujo libre de bienes y de capitales abundarían de manera invariable. La adopción de un tipo de cambio fijo, provoca desestímulo a la inversión, aumenta el desempleo, y persistentes tasas de interés altas que pueden provocar devaluación de la moneda local, desestimando la actividad exportadora. El mantenimiento de un tipo de cambio fijo puede obligar a un país a seguir la misma política económica que sus propios socios comerciales (caso de El Salvador con relación a los Estados Unidos). Los proponentes de los tipos de cambio fijos han argumentado que si los exportadores y los importadores no conocen de tipo de cambio futuro, se adherirán a los mercados locales, lo cual significa un menor disfrute de las ventajas del comercio internacional. 3]

1.7.1.2 TIPOS DE CAMBIO FLEXIBLE O VARIABLE

Este tipo de cambio es determinado por el mercado, el tipo de cambio se ajusta diariamente de acuerdo a la oferta y demanda.

3] LEVI, MAURICIO D. Finanzas Internacionales, 3ª. Edición, Edit. McGraw-Will Interamericana Editores, S.A. de C.V. México 1999.P-251

No se puede saber el punto de equilibrio en el mediano y largo plazo, y los bancos centrales intervienen (de acuerdo a objetivos de política económica) a veces para equilibrar las fluctuaciones excesivas. Las fluctuaciones del tipo de cambio crean incertidumbre, el país queda sujeto a cambios en las condiciones económicas de: la producción, IPC, tasa de interés, etc.

Existen argumentos a favor de los tipos de cambio flexibles, entre los que podemos mencionar: Proporciona un mecanismo de ajuste menos doloroso para los desequilibrios comerciales que el de los tipos de cambio fijos, ya que un déficit incipiente en el tipo de cambio flexible causará una disminución en el valor cambiario de una divisa, en lugar de requerir una recesión para reducir el ingreso o los precios, como sucedería con los tipos de cambio fijo. Los tipos de cambio flexibles evitan que un país tenga déficit fuerte y persistente, habrá más confianza en ese país y en el sistema financiero internacional. No requieren que los bancos centrales mantengan reservas puesto que no existe necesidad de intervenir en el mercado de divisas. También existen argumentos en contra de los tipos de cambio flexibles tales como: causan incertidumbre e inhiben el comercio y las inversiones internacionales; ocasionan una especulación desestabilizadora, no funcionan en las economías abiertas, son inflacionarios, son inestables debido a pequeñas inelasticidades en el comercio, y pueden ocasionar un desempleo estructural. Todos estos argumentos pueden ser desvirtuados dependiendo del país y del modelo económico adoptado. 4]

1.7.2. OTRAS VARIACIONES DE SISTEMAS INTERMEDIOS DE TIPO DE CAMBIO (HÍBRIDOS)

Los tipos de cambio fijo y flexible representan tan sólo dos alternativas que definen los extremos de los sistemas de tipo de cambio. Entre estos extremos se encuentran otros sistemas que han sido practicados en diversas épocas tales como:

4] IBID, PP-254

Flotación sucia: Los bancos centrales algunas veces intervienen en los mercados cambiarios a fin de controlar el tipo de cambio de acuerdo a objetivos y para mantener el orden en los mercados cambiarios; la medida se realiza para prevenir variaciones agudas en su tipo de cambio pero permitiendo que las fuerzas del mercado operen en el largo plazo; aun cuando hayan declarado que los tipos de cambio son flexibles. El propósito de esta medida es reducir la incertidumbre a corto plazo en los tipos de cambio pero permitiendo que la tasa cambiaria refleje los diferenciales de las tasas de inflación y otras fuerzas fundamentales en el largo plazo. Este modelo que ha recibido el nombre de flotación sucia, representa un punto intermedio entre los tipos de cambio fijos y flexibles y ha sido adoptado por muchos países en el mundo (Canadá).

Banda cambiaria: la banda se establece mediante un porcentaje, hacia arriba y abajo sobre el valor oficial o valor central, es muy usado en Sur América, la ventaja es que reduce la incertidumbre y permite el ajuste de todas las variables en la economía.

Fijación reptante: Consiste en un sistema automático que permite revisar el valor a la par o el valor central en torno al cual el tipo de cambio puede fluctuar, requiere que el banco central intervenga cuando el tipo de cambio llega a los límites inferior o superior y los cuales son revisados periódicamente.

Caja de convertibilidades: sistema fijo, donde hay restricciones institucionales para el margen de acción respecto de la moneda, el banco central solo crea dinero si hay respaldo en US \$.

Dolarización: el país adopta la moneda de otro país, y desarrolla mucha credibilidad. Y por lo tanto no hay flexibilidad monetaria.

Todos estos tipos de cambio son utilizados por los gobiernos de acuerdo a los objetivos de la política económica imperante. 5]

5] IBID, PP-254

1.7.3. COTIZACIÓN DE TIPOS DE CAMBIO.

Las cotizaciones de los tipos de cambios pueden ser **directas e indirectas**. La diferencia depende en identificar una moneda como el tipo de cambio local y la otra como el tipo de cambio extranjero. Por ejemplo, desde la perspectiva de un participante norteamericano, cambio local sería el dólar de Estados Unidos y cualquier otro tipo de moneda, como el yen y los euros serían el tipo de cambio extranjero.

Una **cotización directa** es el número de unidades de tipo de cambio local intercambiables por una unidad de tipo de cambio extranjero. Una **cotización indirecta** es un número de unidades de tipo de cambio extranjero que puede ser cambiado por una unidad de tipo de cambio local.

Una cotización indirecta desde la perspectiva de un participante estadounidense sería el número de unidades de tipo de cambio extranjero o divisa que pueden ser cambiados por un dólar de Estados Unidos. Obviamente, desde el punto de vista de un participante no americano, el número de dólares de dicha nación por una unidad de tipo de cambio no americano es una cotización indirecta, el número de unidades de una tipo de cambio no americano es una cotización indirecta.

Dada una cotización directa, podemos obtener una cotización indirecta (que es simplemente el recíproco de la cotización directa), y viceversa.

Existen cuatro instrumentos que los prestatarios y los inversionistas pueden utilizar para protegerse contra movimientos adversos de tipo de cambio: 1) Contratos anticipados sobre tipo de cambio, 2) Contratos de futuros sobre tipo de cambio, 3) Contratos de opciones sobre tipos de cambio y 4) Swaps de tipo de cambio. En esta investigación nos interesa analizar, los contratos de futuros sobre tipo de cambio y Contratos de opciones sobre tipos de cambio.

1.7.4. VOLATILIDAD CRECIENTE DE LOS TIPOS DE CAMBIO.

El riesgo del tipo de cambio ha aumentado aún más que el volumen del comercio exterior y que las inversiones en el extranjero, principalmente por que

los tipos de cambio se han vuelto cada vez más volátiles. Esta volatilidad ha sido tan sustancial que en ocasiones las situaciones adversas del dólar o el ascenso o el descenso de valor de alguna otra divisa se ha convertido en material de primera plana, aún fuera de la empresa de negocios.

Miles de millones de dólares, así como yenes, marcos, libras y francos, son ganados y perdidos en un solo día como resultado de las variaciones en los valores de las monedas. La volatilidad se mide calculando la desviación estándar de los tipos de cambios mensuales y dividiéndola entre la media para hacer posible la comparación. Este estadístico se conoce con el nombre de Coeficiente de Variación. 6]

No existe consenso general en cuanto a la razón por la cual los tipos de cambio se han vuelto más volátiles. Algunos analistas atribuyen a los tipos de cambio flexible (los cuales se adoptaron en 1973) el incremento en la volatilidad. Sin embargo, otros estudiosos del tema afirman que los sistemas anteriores de tipo de cambio fijo no podrían haber soportado las fuertes sacudidas que han ocurrido desde esa fecha (altas y bajas en los precios del petróleo, conflictos internacionales y otros acontecimientos similares).

La creciente globalización de la inversión ha desempeñado un papel fundamental al estar asociada con una mayor cantidad de dinero especulativo que se transfiere de un centro financiero a otro en busca de rendimiento más alto. Otro factor puede haber sido la tecnología para movilizar el dinero y para transmitir información, lo cual ha permitido que ambos se desplacen a la velocidad de la luz.

Cualquiera que sea la razón, da como consecuencia una mayor volatilidad del tipo de cambio, lo que ha dado un incremento paralelo en la importancia de la comprensión de los métodos para la administración del riesgo cambiario, así como de los demás temas. 7]

6] Y 7] IBID, PP-16

1.7.5. LOS TIPOS DE CAMBIO Y LA COMPETITIVIDAD DE LAS EMPRESAS.

En una economía mundial, donde las empresas de todos los países compiten entre sí y la política comercial no permite proteger a los sectores económicos nacionales de la competencia exterior, el déficit comercial y la pérdida de competitividad reflejan un problema vital a mediano plazo.

En la lucha por la competitividad, las ganancias de unas empresas son pérdidas de otras. Un país que va perdiendo competitividad en todos sus sectores está abocado a devaluaciones permanentes y al desempleo que resulta de la des industrialización que se produce ante la falta de competitividad.

Existen tres factores que inciden en la competitividad: los incrementos de productividad, las subidas de precios y las modificaciones del tipo de cambio.

La productividad la podemos definir como el valor añadido real obtenido (producción de bienes menos energía y materias primas), en relación con el costo total de los factores necesario para producir los bienes. El aumento de la productividad requiere el aumento del valor añadido, o disminución de los costos de los factores. Y por lo tanto la estrategia está más en la creación de valor que en la reducción radical de los costos.

Para aumentar el valor añadido es necesario la utilización intensiva de capital, mejorar la organización empresarial y mejorar la innovación tecnológica. Para ello se requiere de inversión (intereses bajos y expectativas favorables), un tejido empresarial dinámico, formación profesional que eleve el capital humano de la población laboral y de incentivos necesarios que mejoren la prestación del servicio del factor trabajo.

Los precios nacionales deben de ser reducidos en comparación con los precios de aquellos países con los que se pretende competir, lo cual influye en la retribución de las rentas salariales, empresariales y del capital y de las materias primas y fuentes de energía. La falta de competencia de los mercados internos puede también generar precios altos y pérdida de competitividad.

También se puede mencionar que el conjunto de variables que conforman la demanda y Oferta agregada, incidirán lógicamente en la determinación de los

precios, al igual que la política económica del gobierno y las expectativas de inflación de los agentes económicos.

El otro factor a considerar es el **tipo de cambio**, el cual se puede ver afectado por devaluaciones o depreciación de la moneda y por lo tanto la competitividad del país; pero si la productividad de una economía es inferior a la de los países con los que comercia y sus precios suben más, devaluar sistemáticamente es una política miope que a largo plazo es perjudicial principalmente si el país es dependiente del exterior en energía, recursos naturales, o bienes de capital. EL reto de la competitividad es la batalla económica de nuestros días ante la globalización del entorno económico de los negocios. La devaluación es una manera extrema de volver a la competitividad, pero es una manera.

1.8. CONTRATO DE FUTUROS Y OPCIONES COMO HERRAMIENTAS FINANCIERAS EN EL DESARROLLO DE LA EMPRESA.

1.8.1. CONTRATO DE FUTURO DE DIVISAS.

EL contrato de futuros sobre divisas incluye la obligación de intercambiar un número fijo de unidades de una divisa extranjera en una fecha futura determinada, a una tasa determinada de cambio hoy. Los futuros de divisa son contratos estandarizados que se negocian como los futuros convencionales de mercancías básicas en el salón de remates de una bolsa de futuros. Las órdenes para comprar o para vender una cantidad fija de moneda extranjera son recibidas por los corredores o por los miembros de una bolsa. Las órdenes provienen de una compañía de individuos e incluso de bancos comerciales que actúan como acreedores de mercado, son comunicadas al salón de remate de una bolsa de operaciones de futuros. En dicha bolsa las **posiciones largas** (las órdenes para comprar una moneda) se acoplan con las **posiciones cortas** (órdenes para vender una moneda). La bolsa o más precisamente, su corporación compensadora, garantiza los dos lados de cada contrato bilateral, es decir, el contrato para comprar y el contrato para vender. La disponibilidad para comprar versus las disponibilidades para vender impulsa los precios de futuros hacia arriba y hacia abajo para mantener un equilibrio entre el número de

órdenes de compra y de venta. El precio de compensación del mercado se determina en un piso de negociación de la bolsa de futuros, cuyo funcionamiento es tan activo como ocasionalmente caótico. 8]

Sin embargo, como todos los demás contratos de futuros, pueden también cancelarse tomando una posición contraria sobre el mismo activo subyacente (la misma divisa), con la misma fecha de vencimiento. Los contratos de futuros sobre divisas representan para los inversores internacionales un instrumento de gestión del riesgo de la tasa de cambio.

EL mercado de futuros en moneda extranjera vino a completar el mercado de cambios a plazo (forward) que ya existía anteriormente.

EL mercado de **cambio a plazo** (forward), no dispone de una localización geográfica determinada. Es un sistema de comunicación, compuesto por una red de comunicaciones telefónicas y telegráficas entre los grandes bancos, con oficinas en los principales centros financieros de mundo. En él dominan las relaciones de confianza y consiguientemente, no es accesible a los inversionistas individuales. Es este un mercado donde la práctica total de los contratos expira con la entrega real de las divisas objeto del contrato.

El mercado de futuros en moneda extranjera está dominado por inversores individuales, y los buscadores de beneficios especulativos. El hecho de que menos del 1 % de los contratos suscritos se liquidan con la entrega de las divisas correspondientes, mientras que más del 99% se liquida mediante contratos de signo opuesto, muestra que los agentes en este mercado no actúan motivados por la necesidad de la divisa que compran, sino por la especulación sobre la cotización de las divisas en el mercado. 9]

8] IBID, .PP-83.

9] LORING, JAIME. Opciones y Futuros, Editorial Desclée de Brouwer, S.A. España 2000.PP-198

1.8.1.1. MERCADOS DE FUTUROS DE DIVISAS.

Comienzan el 16 de mayo de 1972, en una nueva sección de la Bolsa de Chicago, el Chicago Mercantile Exchange, conocido como el Internacional Money Market (IMM), el mercado de futuros de divisas adquiere el impulso definitivo en marzo de 1973, cuando las autoridades monetarias de los principales países aceptan la flotación de las correspondientes monedas y abandonan los principios del acuerdo de Bretón Woods. En la actualidad, el 80% de las negociaciones que se realizan a nivel mundial son en dólar estadounidense y se toma como la divisa base para efectuar los pagos y las transacciones internacionales, por ello, generalmente el precio de una divisa está dado en referencia al dólar estadounidense. ^{10]}

La mayoría de los contratos de futuros sobre divisas que se negocian en la actualidad, han tenido su origen a lo largo de la década de los 80 y de los 90.

En la década de los 90 comenzaron a negociarse contratos de futuros sobre un nuevo activo subyacente, las tasas de cambio.

A objeto de que un mercado pueda operar contratos de futuros de divisas, es necesario tener sólo unas cuantas fechas de valor. En el IMM de Chicago, existen cuatro fechas de valor para los contratos: el tercer miércoles de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre. En el muy raro caso de que los contratos se mantengan hasta su vencimiento, la entrega de la moneda extranjera subyacente ocurre dos días hábiles después de que venza el contrato para permitir la entrega de la divisa al contado.

En el IMM de la Chicago Mercantile Exchange, los precios de futuros de las monedas extranjeras se cotizan como equivalentes del dólar estadounidense, es decir, como dólares estadounidenses por unidad de moneda extranjera. Por otra parte, las tasas a plazo, excepto en el caso de la libra esterlina, se cotizan en términos europeos, es decir, como cierto volumen de moneda extranjera por dólar estadounidense. En el caso del Yen japonés, se omiten los dos primeros dígitos del precio del yen en dólares estadounidense.

^{10]} DÍAZ CARMEN. Futuros y Opciones Sobre Futuros Financieros Teoría y Práctica, 1ª. Edición, Edit. Prentice Hall Hispanoamérica, S.A. México 1998.PP-83

Las variaciones en el tipo de cambio al contado esperado a futuro es lo que impulsa a los precios de los contratos a futuros hacia arriba y hacia a bajo. Tanto los compradores como los vendedores de futuros de divisas deben depositar un margen y pagar una comisión por transacciones. El margen se deposita en la cuenta de margen de una casa de corretaje, la cual a su vez lo deposita en la corporación condensadora de la bolsa.

1.8.1.2. VALORACIÓN DE LOS FUTUROS SOBRE DIVISAS.

EL término valoración de futuros se refiere al establecimiento de una norma de referencia que nos permite determinar si los precios de los mercados son altos o bajos. Así pues, el término **valor** no ha de confundirse con el término **precio**. EL precio está fijado por el mercado según la oferta y la demanda que sobre un determinado bien, en este caso el contrato de futuros, en un momento dado. En los mercados de futuros, la oferta y la demanda fija todos los días, y a cada hora a lo largo de cada día, un precio para cada contrato. EL valor se fija en virtud de unos criterios establecidos por la razón. Si el precio es superior al valor, decimos que el futuro está sobre valorado; si es inferior decimos que el futuro está infravalorado.

EL razonamiento que se aplica para fijar el valor es que debe de existir un equilibrio entre las tasas de cambio, y las tasas de interés sin riesgo entre las dos divisas consideradas. En situación de equilibrio, a idénticos niveles de riesgo, la rentabilidad obtenida por la inversión en moneda local deberá ser igual a la obtenida por invertir en moneda extranjera. Si tal equilibrio entre la tasa de interés y las tasas de cambio no existiera, el arbitraje haría que los recursos financieros se desplacen hacia la moneda en la cual tales recursos obtengan una más alta remuneración en términos de interés, dados niveles de riesgo idénticos.

Por lo tanto, la relación entre la tasa de cambio al contado y a futuro entre dos monedas, tiene que ser independiente con la relación entre las tasas de interés

para depósitos denominado en cada uno de las dos monedas. Ésta es la teoría denominada teoría de la paridad de intereses.

La teoría de la paridad de intereses, supone siempre que las dos monedas tienen el mismo riesgo. En caso contrario, puede darse el caso de una moneda con elevado tipo de interés, pero con una expectativa de depreciación que lleguen a compensar esos tipos de interés. 11]

1.8.1.3 COBERTURA CON FUTUROS SOBRE DIVISAS.

Los inversores internacionales y las multinacionales utilizan los futuros sobre divisas para cubrirse **contra el riesgo de variación de las tasa de cambio**. Esto ayuda a aumentar el comercio internacional. El operador en cobertura puede encontrarse en cuatro situaciones diferentes. **Su propia posición** en spot puede ser larga o corta. Su posición es **larga** si posee la divisa extranjera y tiene la intención de repatriarla convirtiéndola en moneda nacional. Su posición es **corta** si carece de la divisa extranjera y necesita adquirirla para hacer un pago o una inversión en el exterior.

Cada una de estas dos posiciones spot puede enfrentarse a un mercado de futuros sobre divisas que puede ser normal o invertido. El mercado de futuros es normal cuando el precio del futuro (F_0) es superior al precio spot (S_0). Esto sería lo normal en virtud de la teoría del costo de aplazamiento: el valor del futuro es igual al precio spot capitalizado a la fecha de vencimiento. Sin embargo, en virtud de las teorías de las expectativas, si se espera una depreciación de la moneda extranjera, el mercado aplica al futuro sobre divisas un precio inferior al precio spot. Esta circunstancia se denomina mercado de futuros invertidos. 12]

11] y 12] LORING, JAIME, Ob. Cit. P-206

En el Cuadro No.1 se presenta el resumen de las posiciones de cobertura en el mercado de futuros.

CUADRO No. 1: RESUMEN DE POSICIONES DE COBERTURA DE DIVISAS**

Posición spot		Mercado de futuro	
Larga	Posesión de la divisa extranjera con intención de repatriarla	Normal	$F_o > S_o$
		Invertido	$F_o < S_o$
Corta	Carencia de la divisa extranjera con necesidad de adquirirla.	Normal	$F_o > S_o$
		Invertido	$F_o < s_o$

Fo = precio de futuro.

So = precio spot

Fuente: LORING, JAIME. Opciones y Futuros, Editorial Desclée de Brouwer, S.A. España 2000.PP-208

Cobertura con Divisas.

Cuando se efectúan las transacciones comerciales en las que se encuentran implicadas dos o más paridades cambiarias, siempre existe el riesgo de movimientos adversos que ponen en peligro el éxito de las transacciones. Este tipo de operación puede ser de índole comercial, como las exportaciones y las importaciones, o de tipo financiero, como las inversiones, deudas o los compromisos que se adquirieron en divisas diferentes a las que se manejan domésticamente.

Los tipos de riesgo se dividen en dos: de transacciones, en el que se cambia una divisa por otra; los riesgos de traducción, que se refieren al peligro de expresar el valor de una divisa en término de otra sin existir un cambio físico de divisas (esto se utiliza para cuestiones contables en algunas empresas).

Para efectuar una cobertura es necesario conocer el tipo de riesgo al que está expuesto, el monto y la fecha. Lo que se trata de hacer en este caso es realizar en el presente las transacciones que pretenden efectuarse en un futuro, con el fin de aprovechar los precios actuales y tener certidumbre de los costos futuros. La operación que se realiza en el presente es un sustituto temporal y se efectúa a través del mercado de futuro, con esto se trata de minimizar el riesgo de posibles fluctuaciones adversas en los precios, que pudieran ocurrir desde el momento en que se adquiere la cobertura y la liquidación o el vencimiento de ésta. 13]

1.8.1.4. PROCESO DE LA ESTRATEGIA DE COBERTURA SOBRE DIVISA.

La estrategia de cobertura sobre divisas, igual que todas las estrategias de cobertura, consiste en dos operaciones paralelas: una en el mercado spot y otra en el mercado de futuros.

Existen cuatro escenarios posibles:

1). Posición larga en spot, en el mercado de futuros normal.

Procede tomar una posición corta en el futuro, la cobertura será perfecta. El resultado será siempre una ganancia, cualquiera que sea el precio spot al vencimiento del futuro.

2). Posición larga en spot, en el mercado de futuros invertidos.

Si tomamos una posición corta en futuros, la cobertura será completa. Pero el resultado será siempre una pérdida cualquiera que sea el precio spot al vencimiento del futuro. En este caso procede tomar una posición también larga en futuro. La cobertura será imperfecta pero compensa una bajada del precio spot de hasta $(S_o - F_o, k) / 2$. 14]

13] DÍAZ CARMEN, Ob. Cit. P-92

14] LORING, JAIME. Ob. Cit. P-209.

3). Posición corta en spot, en el mercado de futuros normal.

Si tomamos una posición larga en futuros, la cobertura será completa. Pero el resultado siempre será una pérdida cualquiera que sea el precio spot al vencimiento del futuro. En este caso procede tomar una posición también corta en futuro. La cobertura será imperfecta pero compensa una subida del precio spot de hasta $(F_{0,k} - S_0) / 2$.

4). Posición corta en spot, en el mercado de futuros invertido.

Procede tomar una posición larga en futuro. La cobertura será perfecta. El resultado será siempre una ganancia, cualquiera que sea el precio spot al vencimiento del futuro.

En el cuadro No. 2 se presenta un resumen del proceso de estrategia de cobertura sobre divisa en los diferentes escenarios descritos anteriormente.

CUADRO 2: Resumen del Proceso de Estrategia de Cobertura sobre Divisa

Posición Spot	Posición en futuro	Cobertura	Mercado futuros	Resultado
Larga	Corta	Perfecta	Normal	Ganancia
			Invertido	Pérdida
	Larga	Imperfecta	Invertido	Soporta una Bajada en spot de $(S_0 - F_{0,k}) / 2$
Corta	Larga	Perfecta	Normal	Pérdida
			Invertido	Ganancia
	Corta	Imperfecta	Normal	Soporta una subida En spot de $(F_{0,k} - S_0) / 2$

FUENTE: LORING, JAIME. Opciones y Futuros, Editorial Desclée de Brouwer, S.A. España 2000.PP-209

1.8.1.5. ESPECULACIÓN DE FUTUROS SOBRE DIVISAS.

La especulación sobre divisas reviste dos formas. La especulación simple o pura (naked strategy) es la que se hace sobre una sola divisa. También se hace la especulación por diferencias (spread strategy), la cual a su vez, reviste dos formas: Intercurrency spread, que se toman posiciones en dos contratos de futuros, cada uno sobre una divisa diferente, pero ambos con las mismas fechas de vencimiento, e intracurrency spread, se toman posiciones en dos contratos de futuros sobre la misma divisa, pero que tenga fechas de vencimiento diferentes.
15]

Al igual que cualquier contrato de futuro, la especulación funciona a través de la compra de contratos a futuros cuando se espera que el precio del producto suba o a través de la venta de contrato de futuros si se espera que el precio baje. Utilizar los contratos de futuros de divisas con este fin es muy sencillo, aunque es bueno recordar que el riesgo es muy alto, y no siempre se obtienen los resultados esperados.

1.8.2. CONTRATO DE OPCIONES DE DIVISAS.

Las opciones de divisas proporcionan al comprador la oportunidad, pero no la obligación, para comprar o vender en el futuro a un precio previamente convenido. Como su nombre lo indica, un contrato de opciones proporciona al comprador que las adquiere la opción o el derecho ya sea para negociar a la tasa o al precio estipulado en el contrato, si ello es para el beneficio del comprador de la opción, o para dejar que expire la opción, si ello resulta más conveniente.

En el Internacional Money Market (IMM) de Chicago, las opciones de divisas que se negocian consisten en opciones sobre futuros de divisas.

15] **IBID**, P-211

Estos instrumentos proporcionan a los compradores el derecho, pero no la obligación de comprar o vender contratos de futuros de divisas a un precio previamente convenido. Las opciones sobre futuros derivan su valor a partir de los precios de los futuros subyacentes. Como lo hemos visto, los futuros, a la vez derivan su valor a partir de los precios de los futuros subyacentes. Por consiguiente, de una manera indirecta, las opciones sobre futuros derivan su valor a partir del valor al contado esperado a futuro de la moneda en la que se basa la operación.

Las opciones de divisas también se negocian en la bolsa de valores de Filadelfia. A diferencia de las opciones del IMM, las cuales se negocian sobre la base de futuros de divisas, las opciones de Filadelfia se negocian sobre divisas al contado. Estas opciones proporcionan a los compradores el derecho a comprar o a vender una divisa en si misma a un precio previamente convenido. Por lo tanto, las opciones sobre divisas al contado derivan su valor directamente a partir del valor al contado esperado a futuro para la divisa en cuestión, y no indirectamente a través del precio de los futuros. Sin embargo, en última instancia, todas las opciones de divisas derivan su valor a partir de los movimientos de la divisa que se usa como base para la operación, y por lo tanto, en lo sucesivo, podemos centrar nuestra atención en el vínculo, un tanto más directo, que se relaciona con los contratos de **opciones al contado**. Gran parte de lo que decimos también se aplica a las **opciones de futuros**, las cuales, a medida que se aproxima a su vencimiento, se parecen más y más a las opciones al contado.

1.8.2.1. CARACTERISTICAS DE LAS OPCIONES DE DIVISAS AL CONTADO.

- Las cotizaciones para los contratos de opciones de “estilo europeo” rigen para la mayoría de las monedas. El término “estilo europeo” no tiene nada que ver con los términos europeos que se utilizan para las cotizaciones, más bien se relacionan con la fecha en la que el comprador de una opción podrá ejercerla, es decir, la fecha en la que podría comprar o vender la divisa al precio de ejercicio.

- Las **opciones europeas** se pueden ejercer solamente en su fecha de vencimiento, no puede ejercerse antes de esa fecha. La alternativa a la opción europea está representada por la opción americana.
- **opciones americanas.**
- Las opciones americanas ofrecen a sus compradores más flexibilidad en tanto que pueden ejercerse en cualquier fecha hasta, e incluyendo la fecha de vencimiento de la opción. Por lo tanto, los compradores no pagarían más por una opción europea de un tipo determinado que por una opción americana.
- Los meses en los cuales expiran las opciones son marzo, junio, septiembre y diciembre, más uno o dos meses como plazo cercano.
- Si la opción proporciona al adquiriente el derecho de comprar o para vender una moneda extranjera se identifica por el hecho de si la opción se encuentra enlistada en una de las columnas tituladas como “Opciones de compra” (Call), o en unas de las columnas tituladas como “Opciones de venta” (Put). Una opción de compra proporciona a su adquiriente el derecho a comprar una moneda extranjera al precio de ejercicio o al tipo de cambio cotizado sobre la opción y una opción de venta proporciona a su adquiriente el derecho a vender una moneda extranjera al precio de ejercicio. 16]

Los negociantes de opciones cotizan una prima de compra y una prima de venta sobre cada contrato, siendo el precio de compra lo que los compradores están dispuestos a pagar y el precio de venta lo que los vendedores quieren que se pague. Desde luego, un negociante debe de explicar claramente si una prima de compra o de venta es para una opción de compra o de venta, si es para una opción americana o para una opción europea, el precio de ejercicio, y el mes en el cual expira la opción. Después de que un comprador ha pagado por un contrato de opciones, ya no tienen ninguna obligación financiera.

16] LEVI, MAURICIO D. Ob. Cit. P-95

Por lo tanto, no habrá necesidad de llamar a márgenes para los compradores de opciones. La persona que vende la opción se conoce como **suscriptor**. El suscriptor de una opción de compra debe estar listo, cuando se le requiera, para vender cierta divisa al comprador de la opción al precio de ejercicio. De manera similar el suscriptor de una opción de compra debe de estar listo para comprar cierta divisa al comprador de una opción de venta al precio de ejercicio. En el caso de las opciones americanas, el compromiso del suscriptor permanece vigente a lo largo de la vida de la opción y en el caso de las opciones europeas, el compromiso es en la fecha de vencimiento de la opción.

1.8.2.2. DETERMINANTES DE LOS VALORES DE MERCADO DE LAS OPCIONES DE DIVISAS.

Los factores que influyen sobre el precio de una opción son los siguientes:

a) Valor intrínseco.

Se puede considerar que la prima sobre una opción se compone del valor del dinero a través del tiempo y de su valor intrínseco. (recordemos que el valor intrínseco es la medida en la cual el tipo de cambio al contado excede al precio de ejercicio sobre una opción de compra y el grado en el cual el precio de ejercicio excede al tipo de cambio al contado sobre una opción de venta. De manera alternativa, es lo que la opción valdría si tuviera que ejercer de inmediato) Por consiguiente, entre más se encuentre una opción sobre la par (es decir, entre más alto sea el valor intrínseco), más alta será la prima de la opción.

b) Volatilidad del tipo de cambio al contado o del tipo de cambio de futuros.

Entre más volátil sea el tipo de cambio subyacente, más grande será la probabilidad de que una opción sea ejercida en beneficio del comprador y a costa del vendedor.

Es decir, entre más alta sea la volatilidad del tipo de cambio subyacente, mayor será la probabilidad de que, en alguna fecha futura, excede al tipo de cambio de ejercicio de una opción de compra o de que se sitúe por debajo del tipo de cambio de ejercicio de una opción de venta. En consecuencia, los compradores pagarán más por una opción, y los vendedores exigirán más, si la volatilidad del tipo de cambio es más alta.

c) Longitud del periodo hasta la expiración.

Entre más prolongado sea el período de vencimiento de una opción, mayor será la probabilidad de que en algún momento, el tipo de cambio se desvíe hacia arriba del precio de ejercicio de una opción de compra o debajo del precio de ejercicio de una opción de venta. Entre más prolongado sea el período hasta la expiración, más alta será la prima de la opción que un comprador estará dispuesto a pagar y más alta será la prima de la opción que un vendedor quiera recibir como pago.

d) Opciones de tipo americano o europeo.

La mayor flexibilidad de las opciones americanas, a comparación de las opciones europeas, significa que los compradores no pagarán más por una opción europea que por una opción americana del mismo precio de vencimiento y de ejercicio (recuerde que las opciones americanas pueden ejercerse en cualquier momento antes de la fecha de la expiración, mientras que las opciones europeas pueden ejercerse tan solo en la fecha de expiración). En efecto, si consideramos un precio de ejercicio determinado, una cierta volatilidad del tipo de cambio, y el período sujeto a transcurrir hasta la fecha de expiración, las opciones americanas son típicamente más valiosas que las opciones europeas.

e) Tasa de interés sobre la divisa de la compra.

Entre más alta sea la tasa de interés sobre la divisa que pagará una opción, más bajo será el valor presente del precio de ejercicio. Consecuentemente, una tasa de interés más alta tendrá el mismo efecto sobre una opción que el que tiene un precio de ejercicio más bajo; es decir, aumenta el valor de mercado de una opción de compra y reduce el valor de mercado de una opción de venta.

f) La prima/ descuento a plazo o el diferencial del interés.

Debido a la existencia muy diferentes tasas de inflación, balanzas comerciales y además puede haber tendencias en los tipos de cambios que puede ser predecible hasta cierto punto. 17]

1.8.2.3 MERCADO DE FUTUROS Y OPCIONES COMO HERRAMIENTAS DE COBERTURA.

Riesgo es la posibilidad de incurrir en un daño o pérdida debido a un suceso que pudiera ocurrir en el futuro. La asunción de cualquier tipo de riesgo implica especulación. Los mercados de futuros y opciones son herramientas financieras diseñadas para cubrir principalmente el riesgo de movimientos adversos de los precios.

Por lo general las compañías de seguro no pueden cubrir el riesgo de los movimientos adversos de los precios de materia prima, divisas, instrumentos financieros, etc.

17] IBID, P-100

En cambio, los mercados de futuros si hacen contratos estandarizados que ayudan a cubrir los riesgos de calidad, cantidad, fechas y lugares de entrega de los productos. En cuanto al riesgo que presentan las variaciones de los precios, éstas se cubren fijando el precio en el momento en que los participantes celebran un contrato. En la actualidad la mayoría de las veces que utilizan los mercados de futuros como cobertura, es principalmente con la finalidad de fijar precios para reducir el riesgo de posibles movimientos adversos de estos, y en una mínima proporción como un vehículo para vender o comprar físicamente una mercadería.

Para fijar el precio de un producto a través de los mercados de futuros, se adquieren contratos que hacen las veces de sustitutos temporales de una transacción o posición que se realiza en el futuro en el mercado de físico. Para tomar una cobertura se requiere tener la intención o compromiso de comprar o vender un bien a fecha futura, cuyo precio se pactará igualmente en el futuro. Ambas operaciones, la de físicos y la de futuros deben coincidir en tiempo, de lo contrario, se estará especulando durante el plazo que exista el riesgo en la posición del mercado que este desprotegida. Si existe la necesidad de comprar un producto físicamente (incluyendo materia prima, divisa o instrumento financiero) a una fecha en el futuro, el riesgo de una variación adversa de los precios existe desde el momento en que se conoce la necesidad de la compra hasta el momento en que se hace la compra física. Para cubrir el riesgo a través de futuros se debe adquirir una posición larga por el tiempo que exista el riesgo, utilizando el número de contratos suficientes que equivalgan al volumen del producto a comprar en el mercado de físicos. 18]

Al comprar los contratos de futuros en el momento en que se origina la necesidad de la cobertura, se fija el precio del producto, por lo que cualquier alza en los precios dará como resultado utilidades que compensaran las pérdidas que se obtienen al mismo tiempo en el mercado de físicos.

18] DÍAZ CARMEN. Ob. Cit. P-64

Al efectuar una cobertura se reduce el riesgo en las negociaciones de compra venta, ya que se obtiene una planeación financiera más confiable. Desde este punto de vista, resulta lógico pensar que la utilización de los mercados de futuro como herramienta de cobertura es la mejor alternativa que puede ser utilizada en todo momento por cualquier empresa. Es cierto que cada día son más los empresarios que están conscientes de la utilización de las coberturas, pero estas no deben de ser vistas como operaciones aisladas, ya que tienen implicaciones fiscales y pueden llegar a requerir una cantidad considerable de recursos monetarios. 19]

1.8.2.3. PRINCIPIOS BÁSICOS PARA REALIZAR UNA COBERTURA.

- Conocer el riesgo a cual se está expuesto.
- Conocer la probabilidad de sufrir pérdidas.
- Conocer en que forma se verá afectada la operación en físicos si el precio presenta fluctuaciones en contra.
- Conocer la correlación de precios entre el subyacente y el contrato de futuro que se hace referencia a este último.
- Conocer cuanto dinero se requiere para efectuar una cobertura. En este punto hay que incluir los márgenes iniciales, comisiones, costo de oportunidad del dinero depositado como margen e intereses si se requiere de crédito.
- Conocer la forma en que opera el contrato de futuro que va a utilizarse, liquidez, diferencias entre las posturas de compra y venta, calendario de entregas físicas, spreads entre cada mes de vencimiento y calculo del precio justo del contrato a utilizar.
- Contar con información histórica de las bases.
- Conocer el tiempo de repuesta para cada envío de márgenes, incluyendo la ruta a seguir.

19] IBID. P-67

- Conocer el efecto fiscal de la cobertura.
- Contar con el personal debidamente entrenado que entienda el manejo de los mercados de futuros, los requerimientos de la empresa y que actúen de acuerdo a las políticas establecidas.
- Contar con reportes de contabilidad sobre el valor de posición en forma diaria, que sean revisados por todas las áreas implicadas.
- Recordar que los mercados de futuros son herramientas que ayudan a fijar el precio de compra y de venta. Esto significa que mientras se mantenga la cobertura, no se podrá aprovechar ningún movimiento que favorezca la operación en físicos.

1.8.2.5. BENEFICIO DE LOS MERCADOS DE FUTUROS AL SER UTILIZADO COMO HERRAMIENTAS DE COBERTURA.

Cuando los mercados de futuros son utilizados correctamente, como una herramienta de cobertura, ofrecen una serie de ventajas:

- Protección contra movimientos adversos de los precios. Con esto se protegen los márgenes de utilidad.
- Facilita el proceso de planeación financiera.
- Al ser mercados bursátiles la coberturas se pueden adquirir o liquidar de acuerdo a las necesidades.
- El anonimato se mantiene en todo momento.
- Elimina la necesidad de almacenar productos por largo plazo, ya que se puede hacer la fijación de los precios utilizando los diferentes meses de operación.
- Su operación sólo requiere de un porcentaje del valor total del producto. Esto implica alto planeamiento.
- Al contar con coberturas es posible negociar créditos con términos más favorables e incluso incremento en las líneas de crédito. 20]

20] IBID. P-69

1.8.2.6. ESQUEMA DE UNA COBERTURA.

Para realizar una cobertura de riesgo hay que seguir los siguientes pasos:

- a. Conocer el tipo de operación que necesita realizarse a un futuro en el mercado de físicos.
- b. Hacer el análisis de los principios básicos para realizar una cobertura.
- c. Conocer la fecha aproximada en la cual se comprará o se venderá el físico.
- d. Conocer el monto de la operación y el tamaño del contrato de futuro a utilizar.
- e. Calcular el número de contratos a utilizar.
- f. Efectuar el depósito de los márgenes y las comisiones.
- g. Adquirir la cobertura. Esta operación debe de realizarse tan pronto se conoce la necesidad en el mercado de físicos.
- h. Desde el momento en que se adquiere la cobertura, es necesario llevar un seguimiento constante del valor de la posición.
- i. Efectuar el depósito oportuno de las llamadas de márgenes si llegase a presentarse alguna.
- j. Una vez que se efectúa la compra o la venta en el mercado de físicos se liquida la cobertura, realizando la operación contraria a la que previamente se celebró.
- k. La utilidad o pérdida que resulta de la operación de futuros se aplica al precio por el cual se realiza la compra o venta del físico, lo que da como resultado el precio final de la operación.
- l. En caso de tomar la cobertura con la intención de entregar o recibir el producto físicamente a través del mercado de futuros, no se liquidan los contratos y se cumple con la entrega de acuerdo con lo que establecen las autoridades. 21]

CAPITULO II.

DIAGNÓSTICO DEL USO DE LOS MERCADOS DE DIVISAS (OPCIONES Y FUTUROS) DE LAS EMPRESAS SALVADOREÑAS.

2.0-SISTEMA FINANCIERO SALVADOREÑO.

2.1 Estructura del Sistema Financiero.

La estructura del Sistema Financiero de El Salvador está constituido en cuatro grandes grupos de instituciones financieras que desempeñan diferentes funciones, entre las que podemos mencionar: el grupo uno constituido por el **Mercado de Valores**, el grupo dos constituido por los **Bancos y Seguros**, el grupo tres integrado por el **Sistema Provisional** y el cuarto grupo denominado **Otros** que abarca instituciones desde Organizaciones Auxiliares de Crédito, hasta Almacenes Generales de Depósitos. Cada uno de estos grandes grupos están integrados por otros subgrupos tal como se puede apreciar en el **Anexo 1**.

2.1.1 Banco Central de Reserva

El Banco Central de Reserva de El Salvador fue fundado como Sociedad Anónima, el 19 de junio de 1934, con el objetivo de controlar el volumen del crédito y la demanda del medio circulante, asegurando la estabilidad del valor externo del Colón, regulando la expansión o contracción del crédito y fortaleciendo la liquidez de los bancos comerciales, mediante un fondo central de reserva bancaria bajo su control. Se le facultó para emitir moneda con carácter exclusivo. El banco funcionó durante 27 años como sociedad anónima, manteniendo su imagen de austeridad y sanidad. Se fijó como objetivo fundamental de la institución, velar por la estabilidad de la moneda y como su finalidad esencial, promover y mantener las condiciones monetarias, cambiarias, crediticias y financieras más favorables para la estabilidad de la economía nacional. El 1 de enero de 2001, El Salvador entró en un proceso de integración

monetaria. Ese día, entró en vigencia la Ley de Integración Monetaria -LIM- aprobada por la Asamblea Legislativa el 30 de noviembre de 2000. Asimismo, la LIM sustituyó los Artículos 49, 51 y 62, y derogó los Artículos 29, 30, 35, 41, 42, 43, 45, 46, 47, 48, 52, 60, 61 y 63 de la Ley Orgánica del Banco Central de Reserva de El Salvador. Con estas modificaciones a la Ley Orgánica, se le retiró al Banco Central la potestad exclusiva de emitir especies monetarias, así como la función de coordinar la política monetaria con las restantes políticas económicas que establece el Gobierno de la República. A partir de la vigencia de esta Ley, también se eliminó la función de elaborar y publicar anualmente el Programa Monetario y Financiero.

2.2 MERCADO BURSÁTIL EN EL SALVADOR.

Concepto y Origen de la Bolsa de Valores.

Sociedad anónima de capital variable, cuya finalidad es facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado bursátil.

Origen de la Bolsa.

El Mercado de Valores en nuestro país, se inició con la fundación del Banco Central de Reserva de El Salvador y Banco Hipotecario de El Salvador, en los años 1934 y 1935, respectivamente, el primero propiciando la estabilidad monetaria y el fortalecimiento de nuestro sistema financiero, y el segundo interviniendo en el mercado en la captación del ahorro público mediante la colocación de sus títulos, con la finalidad de canalizar esos recursos en sus objetivos de alta trascendencia económica.

Historia de la Bolsa de Valores.

La Bolsa de Valores inició sus operaciones el 27 de abril de 1992, aún cuando los esfuerzos por crear una bolsa de valores en el país remontan sus orígenes a

la década de los sesentas. En 1962, el Gobierno de la República, creó la Comisión Organizadora del Mercado de Valores que entre sus funciones y atribuciones tenía la de promover la creación de una bolsa de valores. Estas iniciativas dieron su primer fruto en 1965, cuando se estableció la “Bolsa de El Salvador, S.A.”, que funcionó varios años siendo la primera bolsa existente en Centroamérica.

Un nuevo esfuerzo fue llevado a cabo por un grupo profesionales y empresarios salvadoreños, quienes conformaron la sociedad “Mercado de Valores de El Salvador, S.A. de C. V.” cuya escritura de constitución fue otorgada el 7 de septiembre de 1989. Nació así el sistema bursátil que funciona actualmente. Estos pasos, junto con un incipiente mercado extra-bursátil existente en esa época, son los antecedentes de lo que ha venido a ser el mercado bursátil salvadoreño.

Marco Legal de la Bolsa.

- **La Ley del Mercado de Valores (LMV)**, aprobada por decreto Legislativo No.809, fue publicada en el Diario Oficial No.73-Bis, Tomo 323, del 21 de abril de 1994.
- **Reglamento General Interno de Mercado de Valores de El Salvador (RIMV)**.normas y reglas operativas que aplica la Bolsa de Valores en sus facultades de autorregulación, que emanan de la LMV.
- **Instructivos de la Superintendencia de Valores** - normas específicas de fiscalización que emite el ente regulador.
- **Instructivos de Mercado de Valores** - normas específicas de fiscalización, operación y autorregulación que emite la Bolsa de Valores.
- **Adicionalmente**, el marco legal está regulado por el Código de Comercio, Ley Orgánica del BCR, Ley de Bancos, Ley Orgánica de las SSF y Ley del Sistema de Ahorro para Pensiones.

Integrantes de la Bolsa de Valores en El Salvador.

Los entes participantes en nuestra bolsa de valores son al 31 de diciembre de 2003 : El Estado, un ente fiscalizador (la Superintendencia de Valores), una Bolsa de Valores, 41 corredores de bolsa, 17 casas de corredores, 65 emisores inscritos, 32 auditores externos, 3 clasificadoras de riesgo, una central de depósito.

La Superintendencia de Valores.

Institución autónoma, especializada en la supervisión del Mercado de Valores, que cuenta con su Ley Orgánica (LOSV), publicada en el Diario Oficial del 4 de Octubre de 1996. Inició sus operaciones el primero de enero de 1997, y Vigila el cumplimiento del marco legal vigente aplicable al mercado de valores: LMV, LOSV, RIMV y otra normativa relacionada.

Casa de Corredores de Bolsa.

Sociedad organizada y registrada conforme a la Ley del Mercado de Valores, para realizar de manera habitual intermediación de valores, también denominadas casa de corredores.

Servicios que Prestan las Casas de Corredores.

Las casas corredoras de bolsa desempeñan una serie de servicios entre los que podemos mencionar:

- **Intermediación.** Compra y venta de valores debidamente registrados por cuenta de terceros.

- **Administración de Cartera.** Integrada por aportes del público que son invertidos en forma colectiva en depósitos y valores de empresas autorizadas.
- **Asesoría.** Para orientar al público.
- **Opciones de inversión.** Información financiera y económica de empresas autorizadas.
- En la bolsa de valores las negociaciones de los títulos valores se hacen en los mercados: primario, secundario, reportos, y accionario.

Casas Corredoras de Bolsa en El Salvador.

En la actualidad existen diecisiete Bolsas Corredoras en el país: **1)** A.B.C. Valores, S.A. DE C.V. , **2)** Acciones y Valores, S.A. DE C.V. * , **3)** Scotia Valores, S.A. , **4)** Asesores de Inversiones, S.A. DE C.V. , **5)** Inversiones Banco S.A. DE C.V. * , **6)** Bursabac, S.A. DE C.V. , **7)** Citivalores de el salvador, S.A. DE C.V. , **8)** Valores Cuscatlan, S.A. DE C.V. * , **9)** I.B.C., S.A. DE C.V. , **10)** Invertecnic, S.A. DE C.V. , **11)** Lafise Valores, S.A. DE C.V. , **12)** O.B.C., S.A. DE C.V. * , **13)** Roble Acciones y Valores, S.A., **14)** Salvadoreña de Valores, S.A. DE C.V. , **15)** Servicios Generales Bursatiles, S.A * . ,**16)** Transacciones Bursatiles, S. A. Y **17)** Univalores, S.A. DE C.V.

Las casa con (*) Administran Cartera.

En las casas corredoras de bolsas se invierte en los siguientes activos financieros: a) **En títulos de renta fija:**

- En certificados de inversión emitidos por bancos y empresas.
- En certificados de depósito emitidos por los bancos.
- En títulos valores emitidos por el estado.
- En otros certificados emitidos por bancos y empresas.
- En títulos valores extranjeros.

b) Títulos de renta variable:

- En acciones

2.3 ANALISIS DE LA COMPETITIVIDAD DE LAS EMPRESAS SALVADOREÑAS. 1]

Antes de estudiar los resultados del diagnóstico sobre el conocimiento del mercado de opciones y futuros en divisas efectuado en este trabajo, se explica a manera de resumen la situación actual de las empresas salvadoreñas, utilizando para esto, el estudio sobre competitividad de las empresas salvadoreñas 2003 efectuado por FUSADES, el cual diagnostica la situación de la competitividad empresarial del país y establece los desafíos y políticas requeridas para impulsarla.

Las empresas en El Salvador están conformadas por patrones similares, como la mayoría de las empresas son familiares, poseen poca tecnología de punta y no son empresas innovadoras, lo cual hace difícil que puedan competir en otros mercados. Lo que demuestra con claridad que no ha existido una conversión empresarial; hay que hacer notar que existen pocas empresas en nuestro medio que son competitivas.

Actualmente se están haciendo grandes esfuerzos por tratar de reconvertir las empresas y lograr mejorar su nivel de competitividad, adoptando nuevos y modernos sistemas de producción y comercialización.

2.3.1. COMPETITIVIDAD DE LAS EMPRESAS SALVADOREÑAS.

Se dice que no hay otro camino para el desarrollo que la continua mejora de la competitividad, por esta razón siempre será beneficioso para la sociedad todo esfuerzo que sea efectivo en esta dirección. Por esta razón este trabajo trata de sentar las bases teóricas sobre la cobertura de riesgo utilizando los mercados derivados internacionales ya existentes y que no son utilizados en el país y poder así mejorar la competitividad de las empresas salvadoreñas exportadoras en los mercados internacionales.

1] **FUSADES**, informe de Desarrollo Económico y Social 2003: Competitividad para el desarrollo del Departamento de Estudios Económicos y Sociales DEES. 1ª. Ed. San Salvador, El Salvador.

Si la productividad es la clave para la competitividad se tiene que la productividad es uno de los conceptos más relevantes en el análisis de los procesos económicos en la actualidad ya que éste es central para el crecimiento económico de los países, la competitividad de las naciones, la tasa de inflación y los estándares de vida. Si bien es cierto, en los últimos años, constantemente se hace referencia al concepto de productividad, en algunos casos este concepto es confundido con otros como el de intensidad del trabajo (que significa un incremento del trabajo, es decir, un exceso de esfuerzo del trabajador), eficiencia (que significa producir bienes y servicios de alta calidad en el menor tiempo posible) lo cual relaciona el costo por unidad de producto. Eficacia (el grado en que se logran los objetivos) y producción (que se refiere a la actividad de producir bienes y servicios).

Pero ¿qué es la productividad? Existen diferentes definiciones en torno a este concepto ya que se ha transformado con el tiempo; sin embargo, en términos generales, la productividad es un indicador que refleja que tan bien se están usando los recursos de una economía en la producción de bienes y servicios. Así pues, una definición común de la productividad es la que la refiere como una relación entre recursos utilizados y productos obtenidos y denota la eficiencia con la cual los recursos -humanos, capital, conocimientos, energía, etc.- son usados para producir bienes y servicios en el mercado.

Otra definición de esta diferencia entre los conceptos productividad y eficiencia que se han considerado erróneamente como sinónimos, pero en realidad no son idénticos, por ejemplo una empresa se considera eficiente si podría producir más producción con los insumos dados, mientras que productividad se refiere a la cantidad de producción con uno o más insumos en el proceso de producción, independiente de la eficiencia de su uso.

En suma, la eficiencia productiva es la habilidad para producir un producto a un costo mínimo, a su vez, para minimizar el costo de producción la firma debe utilizar la menor cantidad de insumos para producir un nivel dado de producto (Eficiencia Técnica) y elegir la combinación de factores adecuada (Eficiencia en la Asignación), dado el precio relativo de los mismos. 2]

En periodos pasados se pensaba que la productividad dependía de los factores trabajo y capital, sin embargo, actualmente se sabe que existe un gran número de factores que afectan su comportamiento. Entre ellos destacan las inversiones, la razón capital/trabajo, la investigación y desarrollo científico tecnológico, la utilización de la capacidad instalada, las leyes y normas gubernamentales, las características de la maquinaria y equipo, los costos de los energéticos, la calidad de los recursos humanos, los sindicatos, etc.

La innovación es la clave de la productividad y por consiguiente de la competitividad empresarial de un país, pero innovar significa conocer nuevos procesos, medios tecnológicos y productos y ponerlos en práctica; por lo tanto, un país que desea innovar requiere tener acceso al conocimiento y estar abierto a las nuevas ideas.

Para analizar la competitividad de las empresas se desarrolla en tres grandes áreas: Productividad para competir, Crear la capacidad de innovar y Fortalecer el mercado laboral y financiero. 3]

2] **CABRERA MELGAR, OSCAR OVIDIO.** Como crecer más rápido: El papel de la Eficiencia Económica como una explicación de las diferencias regionales de productividad total de los factores. Departamento de Investigación Económica y Financiera del BCR de El Salvador. Artículo de Diciembre 2003, Pág.10.

3] **FUSADES,** informe de Desarrollo Económico y Social 2003: Competitividad para el desarrollo del Departamento de Estudios Económicos y Sociales DEES. 1ª. Ed. San Salvador, El Salvador.

2.3.1.1 PRODUCTIVIDAD PARA COMPETIR. 4]

2.3.1.1.1. Las fuentes del crecimiento Económico

Si la productividad es la base de la competitividad, entonces en El Salvador las fuentes de crecimiento económico son por la acumulación de factores o incrementos de productividad. De acuerdo al estudio de FUSADES y al ejercicio de descomposición convencional del crecimiento desarrollado por la misma institución, El Salvador presenta un record histórico de baja productividad en el largo plazo, no solo durante los periodos de mayor conflictividad social y política, como los fueron los años ochenta, si no incluso en los noventa, a pesar de las reformas estructurales impulsadas durante la década. Por tanto, la dinámica del crecimiento de El Salvador ha estado montada en partes aproximadamente iguales sobre la acumulación de capital físico y de fuerza de trabajo y no sobre un aumento de la productividad la cual ha sido nula durante los últimos 50 años 1951 al 2000.

2.3.1.1.2. Competitividad.

La competitividad de El Salvador es relativamente baja a nivel mundial, tanto en términos macroeconómicos como microeconómicos. El país ocupó en el 2002 la posición 57 entre los 80 países en el Ranking de Competitividad elaborado por el Foro Económico Mundial; manteniéndose en la misma posición que tenía un año atrás. Solo mejorando en el entorno macroeconómico de la posición 47 a la posición 33 en el 2002, pero de acuerdo a la competitividad microeconómica se está en la posición 63, además se está en la posición 63 en la competitividad de negocios para el 2003 de 102 países y de acuerdo a estudios recientes se ha demostrado la relación que existe entre el nivel de competitividad microeconómica de un país y el nivel de ingreso per cápita de la población de ese país.

4] **FUSADES**, informe de Desarrollo Económico y Social 2003: Competitividad para el desarrollo del Departamento de Estudios Económicos y Sociales DEES. 1ª. Ed. San Salvador, El Salvador.

Esto sugiere la importancia que la competitividad microeconómica tiene en el desarrollo económico y en el bienestar de la población de un país. La competitividad microeconómica depende de: la calidad del entorno microeconómico para los negocios y el nivel de desarrollo de las empresas que operan en una economía.

De acuerdo a lo anteriormente dicho FUSADES ha realizado encuestas empresariales (1997, 2001 y 2003) que ilustran las percepciones que los empresarios salvadoreños tienen acerca del entorno en el cual se desempeñan sus empresas (competitividad de sus empresas) y de los obstáculos que les impiden mejorarla.

a)- Las Empresas tienen capacidad de vender mucho mas, No lo logran por alta competencia y demanda insuficiente, además problemas para obtener los insumos adecuados, la falta de recursos humanos calificados y problemas con la infraestructura.

CUADRO 3

POR QUE NO VENDEN O PRODUCEN MÁS LAS EMPRESAS SALVADOREÑAS EN EL MERCADO INTERNO.

RAZONES	1997	2001	2003
La competencia es demasiado fuerte	48.1%	43.4%	58.3%
La demanda del mercado es insuficiente	35.9%	45.1%	51%
Dificultad en la Adquisición de productos o insumos	9.9%	9%	12.5%
No hay suficiente mano de obra calificada	6.9%	4.9%	10.4%

Fuentes: FUSADES/Programa Nacional de Competitividad, Encuesta a la Empresa Privada, 1997 y 2001; FUSADES Encuesta ala Empresa Privada Pág. 63, 2003

Entre las empresas exportadoras, los principales problemas que enfrentan para vender en el exterior se observan en el siguiente cuadro.

CUADRO 4

PROBLEMAS PRINCIPALES PARA EXPORTAR DE LAS EMPRESAS SALVADOREÑAS.

PROBLEMAS	1997	2001	2003
Problemas Comerciales	29.1%	26.2%	39.6%
Problemas Financieros	21.6%	16.4%	16.7%
Problemas Legales	20.1%	9%	16.7%
Calidad del Producto	9.7%	12.3%	12.5%

Fuentes: FUSADES/Programa Nacional de Competitividad, Encuesta a la Empresa Privada, 1997 y 2001; FUSADES Encuesta ala Empresa Privada Pág. 64, 2003.

b)- Las Empresas poseen poco conocimiento sobre tecnología y normas de calidad, Solamente el 13% de ellas han certificado sus procesos con la norma ISO 9000 y el 25% desconocían lo que era esa norma.

CUADRO 5

SITUACIÓN DE LAS EMPRESAS CON RESPECTO A NORMAS DE CALIDAD ISO 9000.

SITUACIÓN	1997	2001	2003
No las conocen	39.6%	25.4%	24%
No hace falta	14.2%	12.3%	13.5%
Es conveniente pero no la tiene	32.1%	30.3%	36.5%
La Empresa esta Certificada	3%	6.6%	12.5%

Fuentes: FUSADES/Programa Nacional de Competitividad, Encuesta a la Empresa Privada, 1997 y 2001; FUSADES Encuesta ala Empresa Privada Pág. 65, 2003.

c)- La disponibilidad de Insumos y de recursos humanos calificados limita la capacidad de producir. Los principales obstáculos para la adquisición de recursos que mencionan las empresas exportadoras son por un lado, el precio y la disponibilidad de insumos y por otro la disponibilidad de mano de obra calificada.

CUADRO 6

CALIFICACIÓN DE LOS OBSTÁCULOS PARA LA ADQUISICIÓN DE RECURSOS PARA LA PRODUCCIÓN

OBSTÁCULOS	1997	2001	2003
Precio de las materias primas	2.8	2.3	2.6
Disponibilidad de mano de obra calificada	2.2	2.0	2.2
Disponibilidad de materias primas/insumos	2.5	2.0	2.2
Disponibilidad de Ingenieros/técnicos	2.3	1.8	2.0

Gravedad del obstáculo: 1=nula, 2=poca, 3=media, 4=alta, 5=máxima.

Fuentes: FUSADES/Programa Nacional de Competitividad, Encuesta a la Empresa Privada, 1997 y 2001; FUSADES Encuesta ala Empresa Privada Pág.66, 2003

d)- Las regulaciones burocráticas y las prácticas y trámites aduanales son obstáculos para exportar.

e)- La infraestructura limita la competitividad, ya que se traduce en mayores costos de producción y distribución. (Costo de la energía eléctrica, calidad de las calles y puertos)

f)- El acceso al financiamiento. Entre los mayores obstáculos que se mencionaron son el nivel de la tasa de interés y las garantías.

g)- Los costos de seguridad deterioran la capacidad de competir de las empresas, así el 94% de las empresas exportadoras han incurrido en gastos para protegerse, como los servicios de seguridad, seguros, construcciones de muros y rejas, etc. los cuales son gastos adicionales que impactan en la competitividad de las empresas.

CUADRO 7

MEDIDAS TOMADAS PARA PROTEGER A LAS EMPRESAS (PORCENTAJE DE EMPRESAS)

MEDIDAS	1997	2001	2003
Construyeron muros y rejas	Nd	41.8	43.8
Contrataron vigilantes como parte del personal	Nd	50.8	60.4
Contrataron servicios de empresa de seguridad	43.3	58.2	64.6
Adquirieron seguros	Nd	59.8	61.5

Nd=no disponible : los porcentajes no suman 100% por la posibilidad de respuestas múltiples.

Fuentes: FUSADES/Programa Nacional de Competitividad, Encuesta a la Empresa Privada, 1997 y 2001; FUSADES Encuesta ala Empresa Privada Pág.75, 2003

h)- Poca confianza en el sistema judicial, en la manutención de los derechos de los contratos y de la propiedad en una disputa mercantil, así como la rapidez, la honestidad, el cumplimiento de sus decisiones y su imparcialidad. Además está la Asamblea Legislativa y al Ministerio de salud publica que no son bien percibidos por los empresarios.

2.3.1.2. DIAGNOSTICO DE LA CAPACIDAD COMPETITIVA DE LAS EXPORTACIONES. 5]

En 1989 se produjo un cambio de modelo económico en El Salvador, pasando de un modelo de sustitución de Importaciones altamente proteccionista, a un modelo con orientación externa, basado en las fuerzas del mercado, donde adquiere bastante importancia el sector exportador al ser considerado como uno de los principales motores de crecimiento. Por tanto, es importante evaluar qué ha pasado con la competitividad de las exportaciones, luego de más de diez años de haberse implementado un modelo con apertura externa en El Salvador.

2.3.1.2.1. EL SECTOR EXPORTADOR SALVADOREÑO.

En la década de los noventa El Salvador aumentó su cuota de exportaciones en el mercado mundial de 0.022% en 1989-1991 a 0.05% en 1998-2000 y en América Latina de 0.182% a 0.220% para esos mismos periodos, pero países como Costa Rica y Guatemala lograron cuotas de mercado superiores a las de El Salvador.

La maquila fue el rubro de mayor expansión exportadora, en el 2002 representó el 58.8% de las exportaciones totales, luego de ser únicamente el 13.6% en 1989 mientras que las exportaciones de bienes tradicionales café, azúcar y algodón que en 1989 eran el 43.9% de las ventas al exterior en, 2002 fueron del 5% del total exportado.

5] **FUSADES**, informe de Desarrollo Económico y Social 2003: Competitividad para el desarrollo del Departamento de Estudios Económicos y Sociales DEES. 1ª. Ed. San Salvador, El Salvador.

Por tanto, la exportaciones salvadoreñas se concentran en la maquila textil debido a la caída de las exportaciones de bienes tradicionales , principalmente por los bajos precios del café en los mercados internacionales, este desempeño hizo que El Salvador pasara de ser un país agro-exportador a ser predominantemente exportador de productos de maquila, básicamente textil y dirigida al mercado estadounidense en un 85%.También Estados Unidos es el principal mercado de los bienes salvadoreños exportados(67%).

En 2002 el valor de los insumos importados utilizados en la maquila fue equivalente al 73% del valor exportado de maquila y solo 1.8% fue materia prima nacional.

2.3.1.2.2 EMPRESAS EXPORTADORAS.

La actividad exportadora es realizada por pocas empresas ; datos del Ministerio de Economía indican que en 2000 existían 383 empresas que estaban amparadas a los beneficios de la ley de zonas francas industriales y estas empresas son las responsables de más de la mitad de las exportaciones del país, y mas del 90% de las empresas de maquila son de origen textil; de igual manera , las exportaciones que no son de maquila ni de café, también se concentran en pocas firmas , esto implica que cerca de 524 empresas son responsables de alrededor del 91% del total exportado por el salvador.

2.3.1.2.2.1. CARACTERISTICAS DE LAS EMPRESAS EXPORTADORAS SALVADORENAS. 6]

De acuerdo con los resultados a partir de una encuesta efectuada por FUSADES a finales del 2002 de empresas tanto exportadoras, como no exportadoras se presentan algunas características:

6] **FUSADES**, informe de Desarrollo Económico y Social 2003: Competitividad para el desarrollo del Departamento de Estudios Económicos y Sociales DEES. 1ª. Ed. San Salvador, El Salvador.

2.3.1.2.2.1.1 INSUMOS IMPORTADOS

En general las empresas exportadoras utilizan un mayor porcentaje de insumos importados (67.7%) mientras que en las que no exportan, solo el 27.8%.El principal origen de los insumos utilizados por las empresas que exportan es Estados Unidos 33%, mercado nacional 32.3% Europa (9.1%), Centro América (7.4%) y Asia (7%).El número promedio de proveedores nacionales que tienen las empresas exportadoras es 54 y las que no exportan es de 25 proveedores.

2.3.1.2.2.1.2. ACTUALIZACIÓN TECNOLÓGICA

En promedio, la tecnología utilizada en bienes de exportación tiene 9.5 años de haber sido introducida, mientras que la tecnología incorporada en los bienes destinados al consumo nacional tiene una edad de uso promedio de 10.2 años en el caso de las empresas exportadoras y de 10.6 años para las que producen exclusivamente para el mercado domestico.

2.3.1.2.2.1.3. MERCADO INTERNO Y PRINCIPAL DESTINO DE EXPORTACIÓN

El mercado principal de la producción de las empresas exportadoras es el mercado nacional (51.7%) seguido de Estados Unidos (25.3%) y Centro América (18.3%), Europa (1.2%) y Asia (0.4%) y el 3.1 % restante en otros países. Además el 49.5% de las empresas exportadoras consideran que la demanda internacional del bien que exportan se mantiene contra un 41.4% que afirmaron que esta creciendo y un 9.1% de las firmas perciben que la demanda se está reduciendo.

2.3.1.2.2.1.4. VENTAS

La mayoría de las empresas exportadoras (66.7%) aumentaron sus ventas en los últimos cinco años.

2.3.1.2.2.1.5. FACTORES QUE INCIDEN PARA INCREMENTAR EL VOLUMEN DE PRODUCCIÓN

Los contactos adecuados en el exterior	64.6%
Búsqueda dinámica de mercados	56.9%
Mejor calidad del producto	47.7%
Buen record en calidad y tiempos de entrega	43.1%
Los cambios en las estrategias de mercado y ventas	35.4%

2.3.1.2.2.1.6. INNOVACIONES QUE REALIZARON LAS EMPRESAS QUE AUMENTARON LAS EXPORTACIONES

Los factores más mencionados son:

Los cambios en los procesos de producción	55.7%
Reducción en los costos	44.3%
Las modificaciones o ampliaciones de sus instalaciones	39.2%
Mejor control de calidad	39.2%
Cambios en los estilos de los productos	38.1%
Cambios en los volúmenes de producción	37.1%
Capacitación de mano de obra	34.0%
Viajes al exterior	26.8%
Cambios en los insumos utilizados	25.8%

Para aquellas empresas que no han podido aumentar su volumen exportado en los últimos cinco años las principales razones son:

Reducción de la demanda en los mercados extranjeros	51.5%
La mayor competencia	42.5%

2.3.1.2.2.1.7 ENTORNO

En una escala de nula a máxima gravedad, el entorno es calificado como de dificultad entre poca y media, siendo el mayor obstáculo el costo de la energía. Y transporte, y los trámites aduanales y de exportación.

2.3.1.3. EVALUACION DE LAS EXPORTACIONES.

De acuerdo al índice de desempeño de las exportaciones (IDE) del Centro de Comercio Internacional, se concluye que Alimentos procesados, Productos de cuero, Manufacturas misceláneas, Ropa y Textiles son los productos mejor ubicados internacionalmente en términos de desempeño.

De acuerdo a los conceptos de la eficacia y la eficiencia para los veinte principales productos que El salvador exporta a Estados Unidos, resultaron productos competitivos:

- Los artículos de vestir de materiales textiles, papel y cartón y manufacturas misceláneas que constituyen el 15%
- El 25% son bienes ganadores bajo condiciones adversas como el caso de los abrigos, chumpas y capas de punto, el azúcar y la melaza, el calzado y la fibra textil.
- El 30% No alcanzaron el desempeño esperado ante una demanda mundial creciente como vegetales y alcoholes.
- El 30% son perdedores como accesorios de ropa, café y crustáceos.

2.3.1.3.1. CLASIFICACION DE LAS EMPRESAS POR SECTOR ECONOMICO. 7]

Las empresas exportadoras e importadoras de El Salvador se han dividido por sectores según se detalla:

7] Esta clasificación de las empresas por sector Económico está basado en la clasificación que hace EL SALVADOR TRADE www.elsalvadortrade.com.sv/exportadores/index.

Sector Cuero y Calzado.

Este sector tiene mayor actividad comercial con Latinoamérica con el 72% y en segundo lugar está Europa con 16% , quedando en tercer lugar Norteamérica, evidenciando que este sector no está compitiendo con fuerza en mercados Norteamericanos.

Sector Productos Pesqueros

Este sector muestra un comportamiento mayor con Norteamérica 46% de la actividad comercial (exportación específicamente) y Latinoamérica con un 43%, este comportamiento demuestra que existe interés de Norteamérica por realizar comercio en este sector.

Sector Manufactura.

En este sector la mayor actividad se refleja en Latinoamérica con un 88% y en segundo lugar se encuentra Norteamérica.

Sector Farmacéutico.

El sector farmacéutico concentra su actividad comercial en Latinoamérica con un 96% y en segundo lugar esta Norteamérica con un 2%, lo que demuestra que no es un sector competitivo.

Sector Artesanía.

En este rubro se tiene mayor actividad comercial con Europa con un 52% y en segundo lugar esta Norteamérica con un 29%, el anterior resultado demuestra que se recibe mas apoyo de la región Europea para fomentar el comercio de artesanías.

Sector Agroindustria.

Este sector se refleja mayor comercio en Europa con un 51% y Norteamérica con un 22%, en este sector el fuerte son las importaciones de materias primas y productos terminados.

Sector Alimentos y bebidas.

El sector de alimentos y bebidas refleja mayor comercio en Latinoamérica con un 74% y en segundo lugar esta Norteamérica con un 22%, reflejando una actividad comercial significativa en el mercado Norteamericano.

Sector Textil y Confección.

Este sector tiene mayor fuerza comercial en Norteamérica con un 41% y en segundo lugar esta Latinoamérica con un 37% de participación comercial, este sector se ha visto fortalecido por la creación de las zonas francas que gozan de beneficios del gobierno por instalarse dentro del territorio.

CUADRO 8

COMPORTAMIENTO PORCENTUAL DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE EL SALVADOR

Rubro	Cuero y Calzado	Productos Pesqueros	Manufactura	Farmacéuticos	Artesanías	Agro Industria	Alimentos y Bebidas	Textiles Y Confección
Relación								
Latinoamérica	72%	43%	88%	96%	11%	21%	74%	37%
Europa	16%	4%	2%	1%	52%	51%	2%	17%
Norteamérica	7%	46%	7%	2%	29%	22%	22%	41%
Otros	5%	7%	3%	1%	8%	6%	2%	5%
TOTAL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

FUENTE: www.ElSalvadorTrade.com.sv/Exportadores/index.htm.

2.3.1.4. FORTALECER EL MERCADO DE FACTORES PRODUCTIVOS PARA MEJORAR LA COMPETITIVIDAD DE LA EMPRESAS SALVADOREÑAS

FACTORES:

2.3.4.1. COSTO LABORAL Y REGULACION DEL MERCADO DE TRABAJO.

La capacidad de vender productos a otros países depende en gran medida, del costo de la mano de obra ajustado en función de la productividad. El costo laboral unitario (CLU) que se define como el costo laboral necesario para producir una unidad de producto, es un buen indicador de la competitividad. Varios factores inciden en el CLU estos son:

- Salario real.
- La productividad.
- El tipo de cambio real.

$CLU = w \cdot e \cdot r$ donde: w = Tasa de variación del salario real, r = La productividad, e = El tipo de cambio real.

El CLU aumenta cuando se incrementa los salarios reales y se reduce cuando hay una mayor productividad y cuando se deprecia la moneda, dado que se ha adoptado el dólar como moneda en El Salvador, las únicas vías para ganar competitividad son:

- Los incrementos de productividad.
- La estabilidad de los precios.

Entre 1992 y 1996 el tipo de cambio se apreció en El Salvador, situación que no fue acompañada de incrementos en la productividad o bajas en los salarios reales, por lo que derivó en un aumento en el CLU, el cual se mantiene hasta la fecha, afectando la capacidad de las empresas salvadoreñas de insertarse en el mercado mundial.

De acuerdo con los indicadores del World Economic Forum, los empresarios salvadoreños perciben flexibilidad en el mercado laboral en cuanto a determinación del salario y a la contratación y despido. El Salvador ocupa las siguientes posiciones entre 80 países.

- La posición 7 sobre la flexibilidad en las prácticas de contratación y despido
- La posición 14 sobre la fijación de salarios.
- La posición 17 cooperaciones en las relaciones obrero-patronales.
- La posición 16 pagos con base a la productividad.

Lo anterior significa que la legislación no parece estar restringiendo la competitividad en esos aspectos. En cambio, las regulaciones laborales que parecen tener incidencia en la competitividad de las empresas salvadoreñas son:

- La definición de la jornada laboral.
- Los recargos por horas extras y nocturnidad
- Las limitaciones para contratación de jornadas parciales.

2.3.1.4.2. SALARIO MÍNIMO.

En El Salvador, el salario que más se paga es el mínimo, por lo que modificaciones importantes en éste que no se encuentren ligadas con aumentos en la productividad, pueden afectar la competitividad de las empresas salvadoreñas. Además de los salarios, otras cargas legalmente obligatorias aumentan el costo de la mano de obra (ISSS; AFP) que se encuentran por encima del promedio de América latina.

2.3.1.4.3. EFICIENCIA Y ACCESO A RECURSOS FINANCIEROS.

Las empresas con mayores oportunidades de acceso al crédito y condiciones financieras favorables tienen más posibilidades de éxito en el ambiente

competitivo de la globalización. El funcionamiento del sistema financiero es fundamental para impulsar la competitividad de las empresas del sector real.

2.3.1.4.4 EFICIENCIA MACROECONÓMICA.

El sector empresarial percibe la estabilidad macroeconómica como un activo muy bien valorado que cuenta El Salvador, también es reconocida por las calificadoras de riesgo internacionales, de acuerdo a información del WEF sobre la calificación de riesgo crédito del país se determina que El Salvador se encuentra ubicado en la posición 52 de 102 países.

Las áreas en las cuales el país enfrenta desafíos de orden macroeconómico para preservar su estabilidad y por tanto, podrían representar una amenaza sobre el sistema bancario son:

- El sector empresarial está inhibido en materia de inversión privada, de hecho en los últimos dos años su variación real ha sido negativa.
- Procurar la disciplina fiscal en materia de gasto.
- Contener la trayectoria expansiva de la deuda del gobierno central.
- Reducir la vulnerabilidad que representan las maquilas y la concentración en confección de textiles.
- Procurar la estabilidad del sistema bancario.

2.3.1.4.5 SOLVENCIA PATRIMONIAL

En conjunto los bancos salvadoreños tienen un índice general promedio de 12.2% de solvencia patrimonial lo cual esta acorde al requisito de Basilea de solvencia. En El Salvador son 4 bancos que administran cerca del 70% del total de créditos del país.

2.3.1.4.6. SISTEMA BANCARIO.

Disponemos de un sistema bancario dinámico que progresa aceleradamente pero acompañado de fuertes rezagos en otras áreas de mercado financiero como son:

- Seguros.
- Valores.
- Pensiones.
- Fondos de Inversión.
- Otros servicios financieros.

El sistema bancario salvadoreño es calificado en la encuesta del WEF en la posición 38 de sofisticación del mercado financiero, de forma que tenemos una desproporción en el desarrollo del mercado financiero con mayor énfasis en el sistema bancario.

2.3.1.4.7 SUPERVISIÓN Y REGULACIÓN

Las limitaciones en materia de supervisión y regulación en general se caracterizan por la existencia de un rezago entre su ritmo de avance y el desarrollo del sistema bancario; en El Salvador, esta divergencia se amplía más por la agresividad del sistema bancario.

2.3.1.4.8 EFICIENCIA MICROECONOMICA.

El margen aplicado en las tasas de interés de préstamos y depósitos es muy competitivo para el nivel de desarrollo del país y es muy similar a los aplicados en países como Chile, Irlanda, Austria y Portugal.

Las tasas de interés activas promedio de corto plazo son las más bajas en la región centroamericana por la dolarización. La posición competitiva del sistema bancario se deriva de eficiencia de gestión.

2.4. ESTUDIO DE CAMPO

2.4.1. DESCRIPCION GENERAL DE LA METODOLOGÍA A SEGUIR EN EL ESTUDIO.

La metodología general que se ha desarrollado en el presente estudio, nos permite determinar el grado de conocimiento que tienen los empresarios sobre el uso de sistemas de cobertura de riesgos utilizando las opciones y futuros aplicados al mercado de divisas (yen , dólar y euro). Además con el diagnostico obtenido de las empresas , nos permite obtener elementos de referencia para poder elaborar nuestra propuesta de un sistema de cobertura de riesgo utilizando los instrumentos financieros derivados de las opciones y futuros.

2.4.1.1 METODOLOGIA DE LA INVESTIGACIÓN

La investigación tanto de campo como bibliográfica se realizaron basados en el planteamiento del problema.

2.4.1.1.1 DETERMINACION DEL UNIVERSO O POBLACION.

Para la realización del sondeo sobre la no utilización de cobertura de riesgo cambiario de las empresas exportadoras e importadoras de El Salvador, para establecer las relaciones de asociación o causalidad entre las variables de la hipótesis planteada como son: la falta de mejorar la competitividad y riesgo cambiario de las empresas exportadoras se profundiza por la falta de conocimientos y acceso a los instrumentos financieros idóneos que permitan mantener el valor o que limiten las pérdidas por fluctuaciones cambiarias. La población objetivo a investigar son las empresas exportadoras e importadoras que tengan un nivel anual de \$1,500,000 de exportaciones o importaciones ya que debido a este monto, creemos que estas empresas pueden tener un beneficio significativo al utilizar las opciones y futuros como un sistema de cobertura de riesgo cambiario. Se descarto realizar una segmentación mas profunda debido a que los objetivos básicos de esta investigación, eran

alcanzables con este universo. De acuerdo a CENTREX y al departamento de Balanza de pagos del Banco Central de Reserva de El Salvador, existen 348 empresas que cumplen estos requisitos y esta es nuestra población objetivo.

2.4.2.1.2 DEFINICION DEL METODO DE INVESTIGACION Y DE LA MUESTRA.

En vista que se estudiara un sector especifico de las empresas exportadoras e importadoras en función de su monto de comercialización, se utilizara el Muestreo Aleatorio Simple.

2.4.2.1.2.1. DETERMINACION DE LA MUESTRA.

Dado que la población es cuantificable, para la determinación de la muestra se utiliza la formula estadística binomial para población finita, la que a continuación se detalla.

FORMULA UTILIZADA

$$n = \frac{N \times Z^2 \times P \times (1-P)}{i^2 \times (N-1) + Z^2 \times P \times (1-P)}$$

Donde :

n : Tamaño de la muestra.

Z : Es el nivel de confianza requerido para generalizar los resultados hacia toda la población (generalmente se toma de la tabla de curva normal).

P : Se refiere a la variabilidad del fenómeno estudiado, probabilidad de ocurrencia.

i : Error muestral indica la precisión con que se generaran los resultados.

N : Universo de la población total.

Por lo tanto, para la determinación de la muestra se emplearan los siguientes parámetros:

Nivel de confianza (Z) : 95%-----1.956
 Frecuencia esperada (p) ----- 0.70
 Porcentaje de error (i) : 20%----- 0.20
 Tamaño de la población (N) -----348
 Tamaño de la muestra (n) ----- 20

CUADRO 9

Población conocida

	z 1,96 (a=0,05) 2,58 (a=0,01)
	1.956
Tamaño muestral	p (frecuencia esperada del parámetro)
20	0.70
	I (error que se prevé cometer)
	0.20
	Población
	348

2.4.2. Técnicas de recopilación de datos:

En la recopilación de datos y para alcanzar los objetivos planteados se utilizó una encuesta (ver Anexo 4) como técnica de recopilación de datos. El cuestionario fue elaborado con preguntas abiertas y cerradas. El tipo de pregunta establecida en el instrumento es en su mayoría de opción múltiple, lo que permite facilitar el análisis y la tabulación. Los resultados se presentan en términos absolutos y porcentuales así como gráficamente en forma de pastel. Además se hicieron algunas entrevistas directas sobre el tema de investigación a algunas personas específicas conocedoras del tema para obtener su opinión que sirvió para orientar la investigación efectuada.

2.4.3. ANALISIS E INTERPRETACION DE RESULTADOS.

Una vez la información fue recolectada y debidamente tabulada se obtuvieron los elementos necesarios para la fase del análisis de la información. En los cuadros y gráficos que a continuación se presentan se detalla la información obtenida de la población de objeto de estudio, cuantificando y analizando los resultados por cada una de las preguntas:

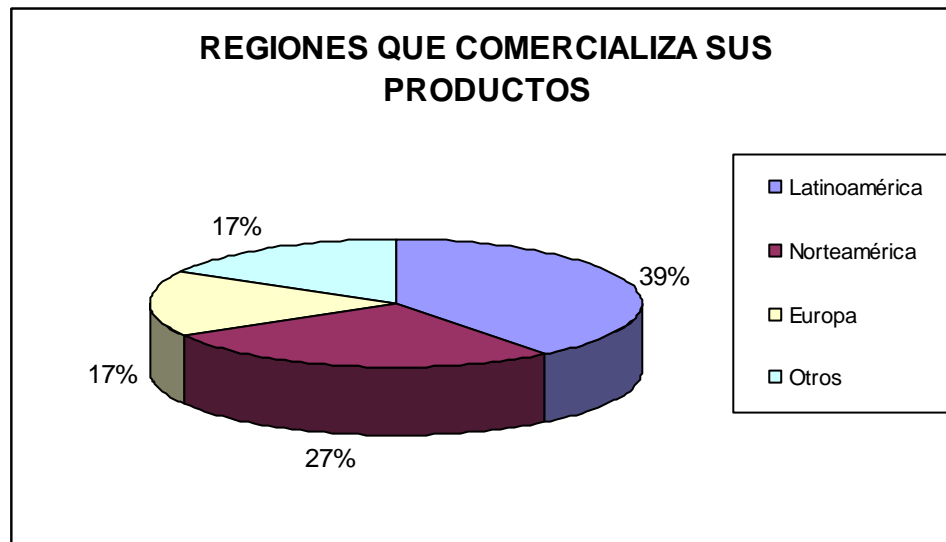
1) ¿En cuales de estas regiones comercializa sus productos?

El objetivo de esta pregunta es conocer las regiones que las empresas Salvadoreñas tienen mayor actividad comercial y conocer de acuerdo a éstas los tipos de divisas que utilizan.

CUADRO 10

Regiones	% de cada región
Latinoamérica	40%
Norteamérica	27%
Europa	17%
Otros	17%
	100.00%

FIGURA 1



Podemos observar en la Figura 1, que donde más comercializan las empresas Salvadoreñas es Latinoamérica en primer lugar y Norteamérica en segundo lugar quedando Europa en tercer lugar.

Se explica el comportamiento por la facilidad de trámite y la flexibilidad que ofrecen los países Latinoamericanos sobre la realización de operaciones comerciales.

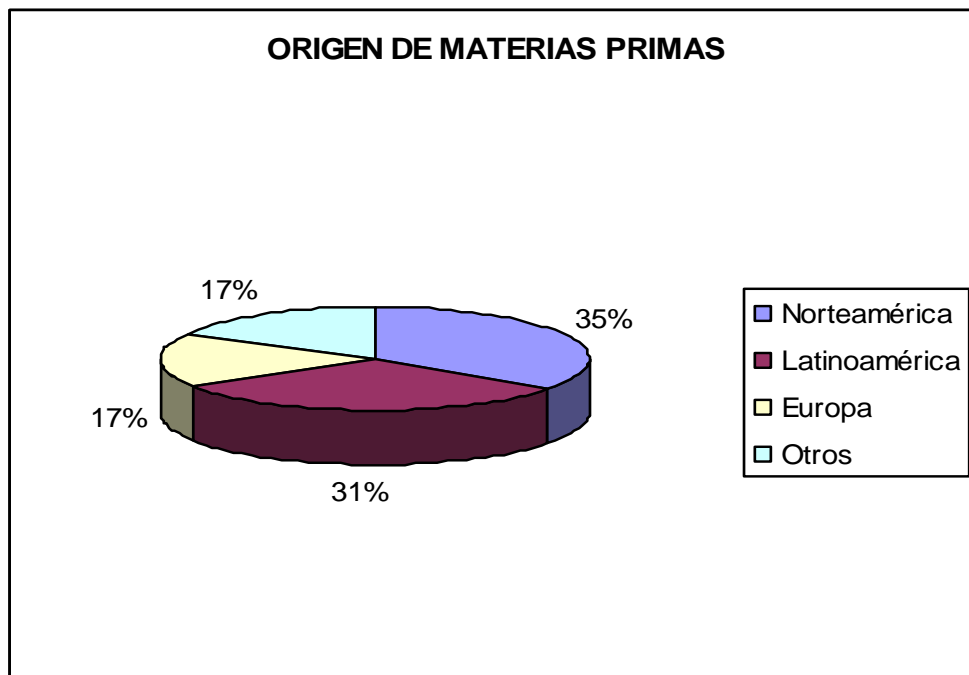
2). ¿Cual es el origen de sus materias primas?

El objetivo de está pregunta es saber donde las empresas salvadoreñas compran sus materias primas y así será el tipo de divisa que requerirá.

CUADRO 11

Regiones	% de cada región
Norteamérica	35%
Latinoamérica	31%
Europa	17%
Otros	17%
	100.00%

FIGURA 2



En la figura 2 se puede observar el origen de las materias primas que utilizan las empresas Salvadoreñas proviene principalmente de Norteamérica, en segundo lugar esta Latinoamérica y en tercer lugar esta Europa.

Este comportamiento es lógico en el sentido que la mayor parte de materias primas terminadas para las empresas Salvadoreñas han sido proveídas por Norteamérica específicamente Estados Unidos.

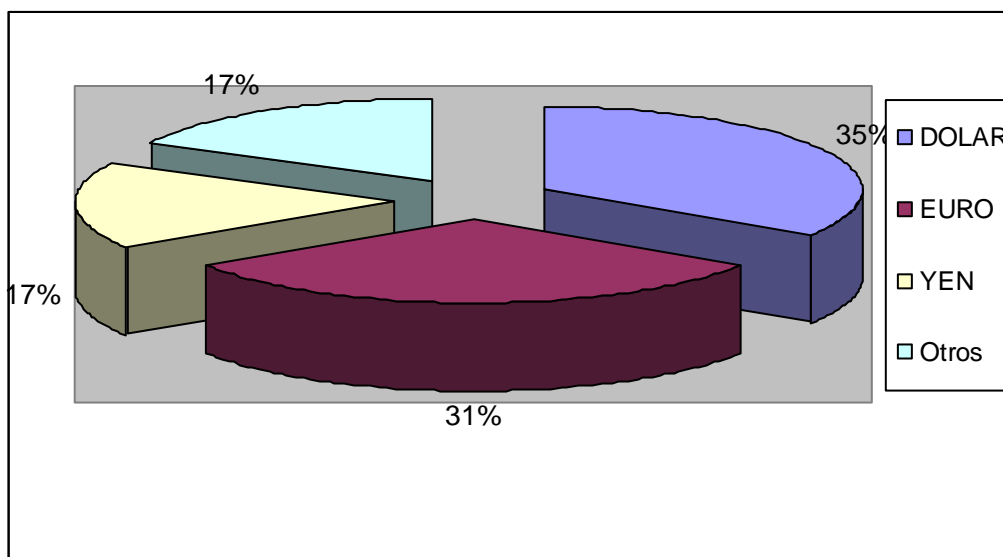
3) ¿Cuáles son las monedas que más utilizan en su negocio y en qué proporción?

El objetivo es conocer cuales son las divisas que más se utilizan en las transacciones comerciales.

CUADRO 12

Divisas	% de cada moneda utilizada
Dólar	35%
Euro	31%
Yen	17%
Otros	17%
	100.00%

FIGURA 3



Las monedas que más utilizan las empresas en nuestro país son Dólar, Euro y Yen según el orden de puntuación obtenida.

En los resultados aparece el Dólar como la moneda que tiene mayor porcentaje de uso pero el Yen aparece con un porcentaje de 31%, dentro de estos resultados podemos concluir que en la muestra de empresas encuestadas se encuentran las que reciben asesoría y financiamiento para exportar de la comunidad económica Europea, estas empresas

exportan productos no tradicionales y lo hacen exclusivamente a Europa; lo cual explica el incremento del uso de Euro.

4) ¿Cuales son los factores claves que le permite a la empresa competir con éxito en el mercado nacional e internacional?

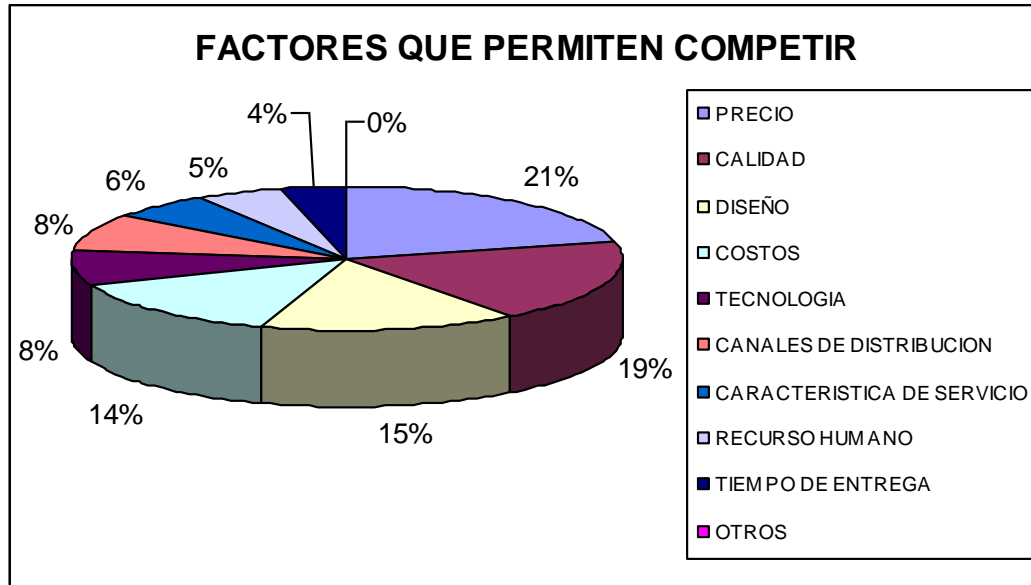
(Asignar prioridades de mayor a menor).

El objetivo de esta pregunta es conocer cuales son los factores principales para la competitividad de las empresas e investigar si hay algún factor en estos que sea incluyente al estudio a efectuar en este trabajo.

CUADRO 13

Factores que permiten competir	% de cada factor
PRECIO	21%
CALIDAD	19%
DISEÑO	15%
COSTOS	14%
TECNOLOGÍA	8%
CANALES DE DISTRIBUCIÓN	8%
CARACTERISTICA DE SERVICIO	6%
RECURSO HUMANO	5%
TIEMPO DE ENTREGA	4%
OTROS	0%
	100%

FIGURA 4



Los factores que le permiten a la empresa Salvadoreña competir con éxito tenemos en primer lugar el precio, calidad, diseño y costos, estas son las variables mas importantes por la valoración obtenida.

El precio de los productos es una variable importantísima para competir en el mercado.

El comportamiento de los factores que permiten competir a la empresa se deben precisamente a que en nuestro país no se posee tecnología, es esa una razón por la que el precio es nuestro bastión de competencia en otros mercados.

5) ¿Cuales son los principales factores que inhiben el éxito de la empresa, para importar o exportar?

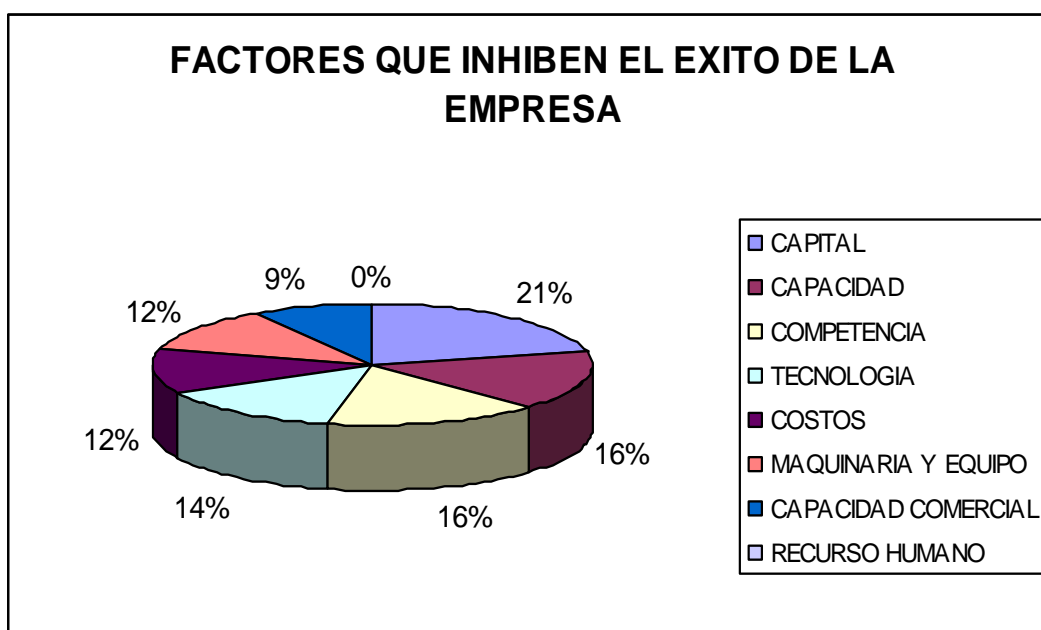
El objetivo de está pregunta es conocer los factores principales que restan competitividad a las empresas para exportar e importar materias primas o

productos e investigar si hay algún factor que se relacione con el trabajo que se está efectuando.

CUADRO 14

FACTORES QUE INHIBEN EL ÉXITO DE LA EMPRESA	% de cada factor
CAPITAL	22%
CAPACIDAD	16%
COMPETENCIA	16%
TECNOLOGÍA	14%
COSTOS	12%
MAQUINARIA Y EQUIPO	12%
CAPACIDAD COMERCIAL	9%
RECURSO HUMANO	0%
	100%

FIGURA 5



Los principales factores que inhiben el éxito de las empresas Salvadoreñas tenemos el capital, competencia, capacidad, tecnología, maquinaria y equipo, y costos.

Se puede observar que los elementos claves para lograr un mejor nivel de competencia son los problemas más fuertes en nuestras empresas por no tener acceso a ellos.

Se evidencia que cuando no hay acceso a financiamiento blando para las empresas se reduce la capacidad de competencia de estas, más aun en los mercados en donde existe un apoyo directo de los gobiernos hacia los sectores productivos.

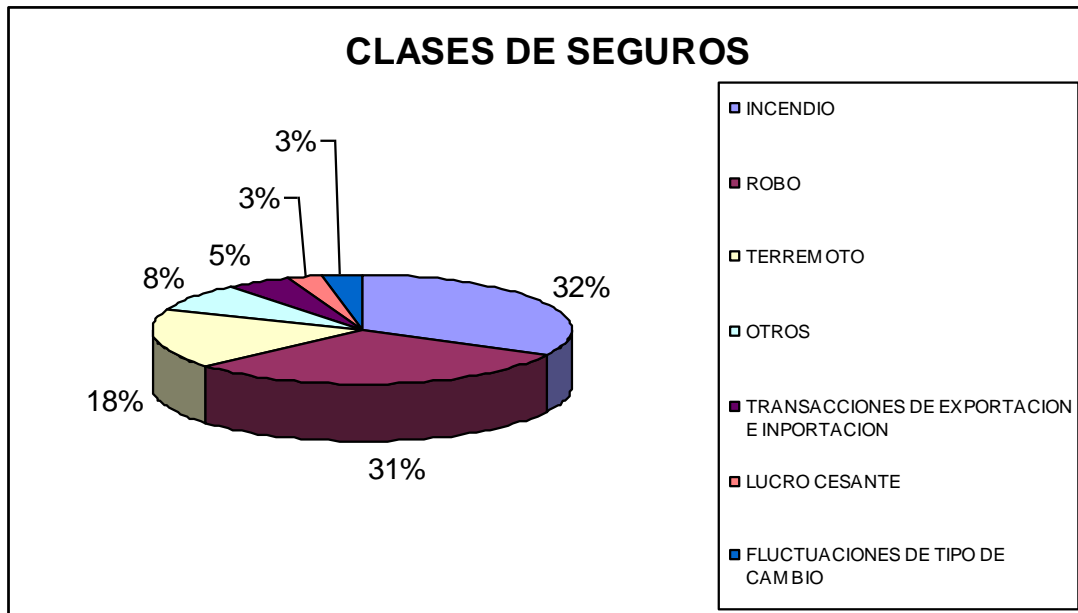
6) ¿Tiene su empresa alguna política o seguro para protegerse contra algunos de los siguientes eventos?

El objetivo de está pregunta es conocer cuales son las principales clases de seguros que las empresas salvadoreñas contratan e investigar si ocupan algún seguro de cobertura por fluctuación de divisas.

CUADRO 15

CLASES DE SEGUROS	% de cada SEGURO
INCENDIO	33%
ROBO	31%
TERREMOTO	18%
OTROS	8%
TRANSACCIONES DE EXPORTACION E INPORTACION	5%
LUCRO CESANTE	3%
FLUCTUACIONES DE TIPO DE CAMBIO	3%
	100%

FIGURA 6



Los seguros que las empresas Salvadoreñas hacen mas uso son incendio, robo, y terremotos, que son seguros para la protección física de las empresas y no para protección de cambios de divisas en el comercio internacional.

Dentro de la consulta realizada únicamente 2 empresas corporativas tienen seguro de opciones y futuros de divisas las cuales tienen por obligación de sus casas matrices tener estos sistemas de cobertura de riesgos.

7) ¿Que amenazas se vislumbran en el medio ambiente político, social y económico para la empresa?

El objetivo de está pregunta es para conocer el entorno de negocio de las empresas y las amenazas de este.

Las amenazas que se señalaron para el futuro en nuestro país son:

CUADRO 16

1-Corrupción	5-Libre Mercado
2-Delincuencia	6-Inestabilidad política
3-Inestabilidad social	7-Libertad empresarial
4-Desempleo	

La mayoría de empresas señalaron como las tres principales amenazas según el orden la Corrupción, Delincuencia e Inestabilidad social, lo cual confirma los resultados de otras encuestas realizadas en el país.

Es necesario que en este apartado exista una política clara de gobierno para prevenir las amenazas señaladas por los empresarios y generar más confianza para el sector productivo.

8) ¿Cree que sus productos son competitivos internacionalmente?

El objetivo de esta pregunta es conocer que piensan los empresarios de la competitividad de sus productos.

CUADRO 17

SI	16	80%	NO	4	20%

El 80% de los resultados nos muestran que los productos de las empresas Salvadoreñas son competitivos internacionalmente a pesar de varias desventajas citadas anteriormente.

Este epígrafe es bien importante para lograr el desarrollo de las empresas, ya que si tenemos productos competitivos significa que se debe de incentivar a las empresas para que puedan insertarse en otros mercados por medio del apoyo gubernamental.

9) ¿Se considera desprotegido o en desventaja ante las variaciones en los tipos de cambio que se originan en los países con los cuales realiza negocios?

El objetivo de esta pregunta es conocer si las variaciones en los tipos de cambio de las otras monedas afectan a las transacciones comerciales.

CUADRO 18

SI	13	65%	NO	7	35%

El 65% de las empresas consideran que están en desventaja por las variaciones en los tipos de cambio que se originan en los países donde realizan operaciones comerciales.

Es lógico el resultado obtenido si consideramos que estas herramientas no se ofrecen en nuestro país, por lo que una variación en el tipo de cambio golpea directamente las finanzas de las empresas.

10). Si su respuesta es positiva a que atribuye este fenómeno?

El objetivo de esta pregunta es conocer los principales factores que los empresarios piensan que son los responsables por la fluctuación de los tipos de cambio e investigar si existe algún factor relacionado al estudio de este trabajo.

Las empresas se consideran desprotegidas por las razones siguientes:

CUADRO 19

1-Variable incontrolables en los países donde se comercia	25%	4-Poca cultura de prevención de riesgo	15%
2-Poca capacidad	25%	5-No hay apoyo gubernamental	12%
3-Poca información de Instrumentos financieros idóneos	15%	6-No manejar la misma moneda	8%

11) ¿Conoce mecanismos o herramientas de cobertura de riesgos del mercado de divisas?

El objetivo de está pregunta es conocer si los empresarios salvadoreños conocen teóricamente o prácticamente herramientas de cobertura de riesgos del mercado de divisas,

CUADRO 20

SI	4	20%	NO	16	80%

El 80% de los encuestados no conoce mecanismos de cobertura de riesgo del mercado de divisas.

Lo anterior verifica la hipótesis que se planteo en donde se considera que es la falta de conocimiento de los sistemas de cobertura de riesgos de opciones y futuros lo que provoca que no se hagan uso de los mismos. Este resultado nos justifica la necesidad de iniciar con el proceso de creación de los sistemas de cobertura de riesgo de opciones y futuros de divisas en El Salvador.

12) ¿Conoce el uso de los instrumentos financieros de futuros y opciones como una alternativa para cubrir los riesgos de las divisas?

El objetivo de esta pregunta es conocer que porcentaje de empresas conoce específicamente el uso de los instrumentos de los derivados como cobertura para el riesgo de las divisas.

CUADRO 21

SI	5	25%	NO	15	75%

Esta pregunta confirma la anterior ya que si no se conocen los mecanismos tampoco se conocen los usos de estos, ya que en El Salvador únicamente el 25% de las empresas conocen el uso de los instrumentos financieros de futuros y opciones, evidenciando que es la falta de conocimiento de estos lo que ocasiona que no se utilicen.

Apoya la tesis del resultado de la pregunta anterior la cual justifica y valida la creación de estos sistemas de cobertura de riesgos.

13). ¿Si conoce alguno de ellos cuál ha sido su experiencia, cree que ha sido positiva?

El objetivo de esta pregunta es conocer si son útiles o no los instrumentos de derivados.

No absorber las pérdidas que esto podría implicar

14) ¿Tiene conocimiento del tipo de seguros que poseen las empresas hacia donde exporta sus productos?

El objetivo de esta pregunta es saber si las empresas de otros países tienen algún tipo de seguros.

CUADRO 22

SI	15	75%	NO	5	25%

El 75% tiene conocimiento del tipo de seguros que poseen las empresas hacia donde exportan aunque no conocen su uso y funcionamiento.

15). ¿Creé que los seguros de cobertura de riesgo de tipo de cambio podrían beneficiar su competitividad?

El objetivo de está pregunta es conocer si las empresas piensa que pueden aumentar su competitividad con cobertura de riesgo para divisas.

CUADRO 23

SI	10	50%	NO	10	50%

El 50% de las empresas encuestadas consideran que los seguros de cobertura de riesgo de tipo de cambio pueden beneficiar su competitividad y el otro 50% dice No; esto es por la falta de información y desconocimiento de la cobertura de riesgo.

16). ¿Conoce si en el sistema financiero salvadoreño existen líneas de crédito que financien el riesgo de las transacciones comerciales de los empresarios con otros países en divisas?

El objetivo de está pregunta es conocer si en el sistema financiero salvadoreño existen líneas para estas cobertura de riesgos de divisas.

CUADRO 24

SI	6	30%	NO	14	70%

Aunque en el país no existen mecanismos para cobertura de riesgo para el tipo de cambio, si existen algunos mecanismos que funcionan diferentes a estos y sirven como seguros con sus usos tradicionales.

17). ¿Estaría dispuesto a adquirir un seguro de cobertura de riesgo de tipo de cambio o variaciones en los precios para su empresa si se tuvieran los instrumentos financieros idóneos de futuros y opciones?

El objetivo de esta pregunta es conocer si las empresas adquirirían un seguro de cobertura de riesgo de tipo de cambio al tener acceso y asesoría en los instrumentos financieros de futuros y opciones.

CUADRO 25

SI	10	50%
NO	10	50%

El 50% de las empresas consultadas opinan que están dispuestos a adquirir un seguro de cobertura de riesgo de tipo de cambio.

Existe cierto grado de incertidumbre sobre el uso de estos sistemas de cobertura, lo cual podemos decir que se debe al poco conocimiento existente de los mismos.

18) ¿Si su respuesta es NO, piensa que el gobierno a través de la banca de segundo piso podría financiar esta cobertura?

El objetivo de esta pregunta es conocer si el sistema financiero salvadoreño no existen líneas para estos seguros, que piensan las empresas si el gobierno implementa una línea de instrumentos financieros de futuros y opciones para incrementar la competitividad de las empresas.

CUADRO 26

SI	15	75%	NO	5	25%

El 75% de los encuestados opino que es el gobierno quien debe de financiar este tipo de seguros.

19). ¿Que condiciones deberían cumplirse para que su empresa utilice operaciones de cobertura de riesgo cambiario?

El objetivo de está pregunta es conocer las principales condiciones que las empresas necesitan para poder utilizar las operaciones de cobertura de riesgo cambiario.

CUADRO 27

Mejores condiciones crediticias	Diversificación de instrumentos
Garantía en el Financiamiento	Costos bajos
Credibilidad	Asesoría real

Es importante no olvidar que si bien existe un 50% de empresas que esta dispuesto a adquirir un seguro de cobertura de riesgo de opciones y futuros de divisas, pero siempre que se cumplan ciertos requisitos como mejores condiciones de crédito, garantías de financiamiento, credibilidad, diversificación de instrumentos, costos bajos y asesoría.

Los resultados apuntan a que debe de apoyarse al sector con más líneas de créditos y que el apoyo deberá ser formal.

2.5. CONTRASTACION DE HIPÓTESIS.

2.5.1. COMPROBACION DE HIPÓTESIS POR LA DISTRIBUCIÓN CHI-CUADRADO.

Para llevar a cabo la comprobación de la hipótesis y poder interpretar los resultados, se utiliza la prueba no paramétrica X^2 (chi-cuadrado). Que permite establecer diferencias significativas entre resultados obtenidos y aquellos esperados con relación a alguna hipótesis.

La fórmula de X^2 es : $[\sum (F_o - F_e)^2] / F_e$

Donde:

X^2 : Distribución chi-cuadrado.

F_o : Frecuencia observada.

F_e : Frecuencia esperada.

Después de la aplicación de la formula y obtener el chi-cuadrado encontrado, se determinaron los grados de libertad cuya formula es:

$$GL = (F - 1) * (C - 1)$$

Donde :

GL : Grados de libertad.

F : Filas.

C : Columnas.

Posteriormente para la comprobación de las hipótesis se determinó el chi-cuadrado de las tablas de contingencia, tomando como parámetros los grados de libertad y un nivel de confianza del 5% ($\alpha = 0.05$) . Para evitar error en la acción de la aceptación o rechazo de las hipótesis se tomaron en cuenta los siguientes criterios:

- a- Si el X^2 calculado es igual o mayor al X^2 tomado de las tablas de valores, se considerara que el X^2 calculado es significativo y por tanto se RECHAZA LA HIPOTESIS ALTERNA Y SE ACEPTA LA HIPOTESIS NULA.
- b- Si el X^2 calculado es menor al X^2 tomado de las tablas de valores, se dirá entonces que no es significativo con la consiguiente ACEPTACION DE LA HIPOTESIS ALTERNA Y EL RECHAZO DE LA HIPOTESIS NULA.

De acuerdo a las consideraciones anteriores, se plantea el análisis y comprobación de las hipótesis en los siguientes cuadros.

COMPROBACION DE HIPOTESIS No 1

Hipótesis nula :

Hipótesis alterna

La mayoría de las empresas exportadoras e importadoras de El Salvador, desconocen los mecanismos y fundamentos de cómo funcionan los mercados de derivados por lo que no hacen uso de estos en sus operaciones comerciales.

La mayoría de las empresas exportadoras e importadoras de El Salvador, conocen los mecanismos y fundamentos de cómo funcionan los mercados de derivados por lo que hacen uso de estos en sus operaciones comerciales.

Pregunta 11:

¿Conoce mecanismos o herramientas de cobertura de riesgos del mercado de divisas?

TABLA DE CONTINGENCIA

Preg.	Opcion	Frecuencia Observada	Frecuencia Esperada
11	Si	4	10
	No	16	10
		20	

$$GL = (2-1) * (2-1) = 1$$

CALCULO DEL CHI-CUADRADO

Fo	Fe	Fo-Fe	(Fo-Fe) ²	(Fo-Fe) ² /Fe
4	10	-6	36	3.6
16	10	6	36	3.6
				$X^2 = 7.2$

El X^2 calculado es igual a 7.2 mayor al chi-cuadrado de la tabla 3.841, por lo tanto de acuerdo a los criterios antes mencionados se Acepta la hipótesis nula H_0 y se rechaza la hipótesis alterna H_1 . Determinándose así que por falta de conocimientos de los mecanismos de funcionamiento por parte de las empresas de los mercados derivados estas no lo utilizan en sus operaciones comerciales.

COMPROBACION DE HIPOTESIS No 2

Hipótesis nula :

. La falta de conocimiento sobre el uso específico de las opciones y futuros como una cobertura de riesgo cambiario, hacen que las empresas de El Salvador, no utilicen las opciones y futuros como una cobertura de riesgo cambiario en sus transacciones comerciales para mejorar su competitividad.

Hipótesis alterna

El Conocimiento sobre el uso específico de las opciones y futuros como una cobertura de riesgo cambiario, hacen que las empresas de El Salvador, utilicen las opciones y futuros como una cobertura de riesgo cambiario en sus transacciones comerciales para mejorar su competitividad.

Pregunta 12:

¿Conoce el uso de los instrumentos financieros de futuros y opciones como una alternativa para cubrir los riesgos de las divisas en sus operaciones comerciales?

TABLA DE CONTINGENCIA

Preg.	Opcion	Frecuencia Observada	Frecuencia Esperada
No	Si	5	10
12	No	15	10
		20	

$$GL = (2-1) * (2-1) = 1$$

CALCULO DEL CHI-CUADRADO

Fo	Fe	Fo-Fe	(Fo-Fe) ²	(Fo-Fe) ² /Fe
5	10	-5	25	2.5
15	10	5	25	2.5
				X ² = 5.0

El X² calculado es igual a 5.0 mayor al chi-cuadrado de la tabla 3.841, por lo tanto de acuerdo a los criterios antes mencionados se Acepta la hipótesis nula H₀ y se rechaza la hipótesis alterna H₁. Determinándose así que por falta de conocimientos sobre el uso específico de los instrumentos financieros como una cobertura de riesgo cambiario estas no lo utilizan en sus operaciones comerciales y así protegerse de las variaciones de las divisas.

COMPROBACION DE HIPOTESIS No 3

Hipótesis nula:

Por la falta de instrumentos financieros idóneos, como los futuros y opciones de cobertura de riesgos de las transacciones comerciales en dólar, yen y euros; en el sistema financiero salvadoreño. las empresas exportadoras e importadoras de el salvador piensan que el gobierno debe financiar esta cobertura para **manejar las fluctuaciones de precios** en los mercados internacionales para ser más competitivas.

Hipótesis alterna

Al existir instrumentos financieros idóneos, como los futuros y opciones de cobertura de riesgos de las transacciones comerciales en dólar, yen y euros; en el sistema financiero salvadoreño las empresas exportadoras e importadoras de el salvador no piensan que el gobierno debe financiar esta cobertura para **manejar las fluctuaciones de precios** en los mercados internacionales para ser más competitivas.

Pregunta 20:

¿Piensa que el gobierno a través de la banca de segundo piso podría financiar esta cobertura?

TABLA DE CONTINGENCIA

Preg.	Opcion	Frecuencia Observada	Frecuencia Esperada
No	Si	15	10
20	No	5	10
		20	

$$GL = (2-1) * (2-1) = 1$$

CALCULO DEL CHI-CUADRADO

Fo	Fe	Fo-Fe	(Fo-Fe) ²	(Fo-Fe) ² /Fe
15	10	-5	25	2.5
5	10	5	25	2.5
				X ² = 5.0

El X² calculado es igual a 5.0 mayor al chi-cuadrado de la tabla 3.841, por lo tanto de acuerdo a los criterios antes mencionados se Acepta la hipótesis nula Ho y se rechaza la hipótesis alterna H1. Determinándose así que por falta de instrumentos financieros idóneos en el sistema financiero salvadoreño el gobierno debe financiar esta cobertura de riesgo a través de la banca de segundo piso.

CAPITULO III

3. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

3.1. CONCLUSIONES

- De acuerdo al estudio efectuado los dos socios comerciales más importantes de El salvador son Norteamérica y Latinoamérica para la venta de sus productos así como para las compras de la materia primas.
- Del estudio se puede concluir que las empresas salvadoreñas utilizan para sus transacciones comerciales (83%), las 3 divisas que son objeto de estudio de este trabajo como el dólar, euro y yen. Por lo que se comprueba que si existe un riesgo en las transacciones comerciales por el cambio de valor de las 3 divisas el cual es un indicador incurrente de la variable en el cuadro de operacionalización de hipótesis
- Los factores claves que les permiten a las empresas salvadoreñas competir con éxito en los mercados nacional e internacional aparecen en los primeros lugares los indicadores dependientes, como el de la volatilidad de los precios, baja productividad (la cual esta relacionada con los costos, capital, competencia de la empresa, capacidad de la empresa y Tecnología), lo cual nos lleva a que las empresas tengan baja competitividad (variable dependiente) en los mercados internacionales.
- La mayoría de empresas salvadoreñas (80%) desconocen los mecanismos y usos de los instrumentos financieros de los futuros y opciones como una alternativa para la cobertura de riesgos en la variación de precios de las divisas, esto apoya la hipótesis planteada de que existe un desconocimiento de estos instrumentos y por lo cual no son usados. En su mayoría (82%) las empresas salvadoreñas utilizan seguros de otra clase como el de incendio, robo y terremotos principalmente.
- Además en el sistema financiero salvadoreño no existen este tipo de líneas de crédito de los futuros y opciones solo algunos instrumentos que se usan para la exportación e importación pero sin el uso de opciones y

futuros. Pero se tiene que el 50% de empresas salvadoreñas estarían dispuestas a adquirir un seguro de cobertura de riesgo para divisas por que piensan que las puede beneficiar en su competitividad en el mercado internacional/nacional, con lo que se estaría confirmando una vez mas la relación entre el desconocimiento de los instrumentos financieros de opciones y futuros (variable independiente) con la baja competitividad de las empresas.

- El porcentaje de empresas Salvadoreñas que utilizarían estos instrumentos financieros, se puede incrementar a un porcentaje mayor que el 50%, si hubiera más conocimientos de parte de las empresas de los beneficios de usar estos instrumentos financieros. Pero ya que no existe esta línea en la banca comercial las empresas piensan que el gobierno debería apoyar estos instrumentos a través de la banca de segundo piso para financiar esta cobertura siempre y cuando se tengan algunas condiciones como: mejores condiciones crediticias, garantía en el financiamiento, credibilidad en los instrumentos y que los costos sean bajos.
- Las empresas de El Salvador (80%) consideran que sus productos son competitivos internacionalmente lo cual es una de las fortalezas que se tienen, pero además de esta afirmación el 65% de las empresas consideran que están en desventaja por las variaciones en los tipos de cambios de las divisas, que se originan en los países donde realizan sus operaciones comerciales, comprobándose una vez mas que aunque los productos de las empresas sean competitivos , siempre tiene una baja competitividad por las variaciones de las divisas (que es un indicador dependiente). Las empresas salvadoreñas dan como razones para las variaciones en las divisas las siguientes: poca información de instrumentos financieros, poca cultura de prevención para hacer negocios en los mercados internacionales, no manejar la misma moneda en países no dolarizados, donde se puede decir que están otra vez los distintos operadores dependientes e independientes así como los incurrentes que

relacionan las variables del cuadro de operacionalización de la hipótesis. Además de estos factores se tiene que las empresas ponen que la razón más importante es de variables incontrolables que se dan en los países donde se efectúan los negocios y que ellos no pueden controlar como manejo de la política económica, valor del cambio de la divisa, barreras comerciales etc. Pero esta variable incontrolable podría ser minimizada utilizando los instrumentos financieros del mercado de futuros y opciones para divisas como cobertura de riesgo para divisas.

3.2. RECOMENDACIONES:

PROPUESTA

3.2.1. CREACION DEL SISTEMA DE COBERTURA DE RIESGO.

Los riesgos de mercado se han intensificado en las últimas dos décadas debido principalmente a la presencia de mas empresas (productos) en nuevos mercados, a la volatilidad de los precios y a la aparición de nuevos instrumentos financieros. La gestión de estos riesgos es responsabilidad exclusiva de las entidades de crédito que deben desarrollar sistemas precisos de medida y control, que hagan posible el cumplimiento de las estrategias. Paralelamente, la responsabilidad de las autoridades consiste en controlar o limitar la exposición al riesgo imponiendo mecanismos que aseguren la solvencia y la estabilidad de las instituciones financieras

Sobre la base del desarrollo del proyecto, se propone que el gobierno central por medio de la banca de segundo piso impulse la creación y fomento del uso de sistemas de cobertura de riesgo de opciones y futuros de divisas (dólar, yen y euro), para todas las empresas Salvadoreñas de exportación e importación.

El sistema facilitaría a las empresas el acceso a las coberturas de riesgo en opciones y futuros de divisas el cual generaría un avance significativo en el uso de estos instrumentos financieros, así mismo promovería el desarrollo del mercado de capitales del país. Esta cobertura representa una disminución de los riesgos que conllevan las operaciones comerciales hacia otros países.

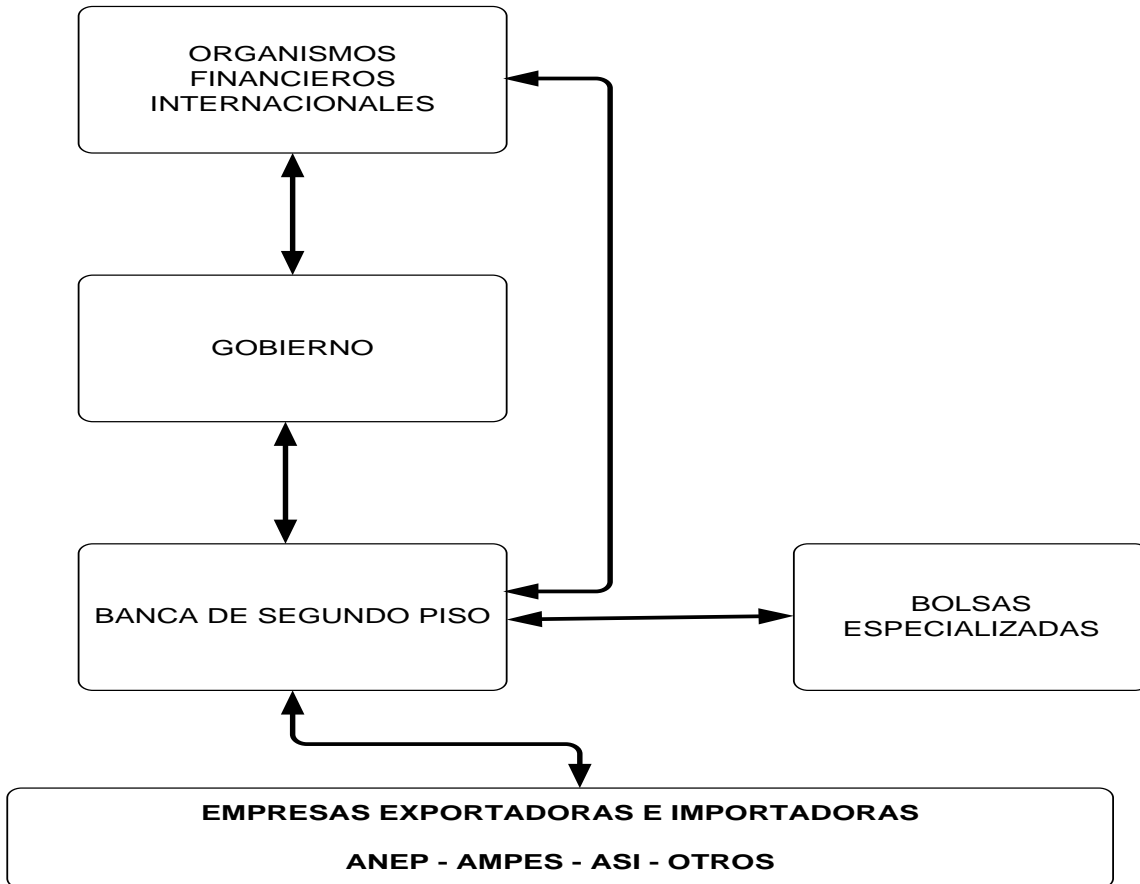
En este sentido, tal como se había definido en los documentos de trabajo a lo largo del proyecto y fundamentalmente en los resultados de la encuesta realizada, los ámbitos que debe comprender el sistema de cobertura son:

Durante el inicio:

- Difundir o promocionar el sistema de cobertura de riesgo
- Ejemplos de aplicación real de estos
- Herramientas para la gestión de los sistemas de cobertura, guías metodológicas, etc.
- Cursos específicos de formación sobre sistemas de cobertura de riesgo de opciones y futuros de divisas.
- Respaldo y garantía de cumplimiento de los sistemas

Se considera que la información sería accesible para todos los interesados en conocer como operan estos sistemas así como los riesgos y bondades que los mismos ofrecen. El éxito o el fracaso de este proyecto en gran medida esta supeditado al grado o nivel de conocimiento que las empresas o personas que adquieran estos sistemas tengan sobre los mismos.

SISTEMA DE COBERTURA DE RIESGO DE OPCIONES Y FUTUROS DE DIVISAS



3.2.2. SISTEMA DE COBERTURA DE GESTION DE RIESGO

Se pretende disminuir o limitar el riesgo de nuestra cartera a un nivel dado mediante el uso de futuros y opciones sobre índices cambiarios.

Al identificar con anticipación las tendencias de las monedas que afectan sus operaciones y poder tomar acciones que permitan maximizar el valor de la empresa y proteger los flujos financieros, en esa medida podremos dar una

respuesta a las variaciones que se puedan dar en el tipo de cambio y que afecten directamente a los flujos de ingresos futuros y la rentabilidad.

g) OPERACIÓN COMERCIAL

Las operaciones comerciales que se tratan de cubrir son las exportaciones e importaciones de bienes que realizan empresas o personas naturales expuestas ante las variaciones en los tipos de cambio que se puedan dar en el mercado cambiario internacional en donde se realizan negocios.

Nos enmarcamos en una posición de cubrir el riesgo de una transacción que se realizara ante variaciones que se den en los mercados y que afecten los tipos de cambio, para lo cual se deberá de incurrir en los costos que implica la garantía para dicha operación, adicional a los intereses por la cobertura de tiempo que se ha contratado.

h) GARANTIA / PRIMA

Este instrumento lo fijan las la banca de inversión o banca nacional de segundo piso sobre las cuales se tienen parámetros de tasación ya establecidos para los diversos productos de cobertura que ofrecen, además de ello una de las principales características de estos sistemas es que son productos que están estandarizados.

i) SEGURO DE MERCANCIAS

El seguro de mercancías consiste en asegurar un valor mínimo para nuestros bienes, ante fluctuaciones de tipos de cambios denominados en (Euro, Yen y Dólar), mientras que mantenemos la posibilidad de revalorización cuando la bolsa sube.

j) ARBITRAJE

El arbitraje nos permite realizar un beneficio sin riesgo a base de aprovechar las pequeñas diferencias de precios que puedan existir para un mismo producto entre mercados distintos, o para productos distintos pero con flujos idénticos.

k) COSTOS

El valor o prima de una opción se puede dividir en dos componentes:

- **Valor intrínseco.**
- **Valor tiempo.**

El valor intrínseco es el valor que tendría una opción en un momento determinado si se ejerciese inmediatamente. Corresponde a la diferencia entre el precio spot (S) y el precio strike (E) para el caso de una opción de compra y a la diferencia entre el precio strike y el precio spot para el caso de una opción de venta.

- **Valor intrínseco de una call (V_c) = $S - E$**
- **Valor intrínseco de una put (V_p) = $E - S$**

Como ejemplo tenemos una opción call euro dólar al 24 de marzo, precio de ejercicio \$1.15, y cotiza a \$0.5. El cambio a la fecha está a \$1.18 por dólar.

$$V_c = 1.18 - 1.15 = 0.03$$

El comprador de la opción estará dispuesto a pagar una suma superior al valor intrínseco si espera que el 24 de marzo el dólar esté aún mas caro. A su vez el vendedor asegura una suma superior para cubrirse del riesgo de

una variación de precios que le implique perder dinero. **Esta diferencia entre prima y valor intrínseco se denomina valor tiempo.**

$$\text{Prima} - V_c = 0.5 - 0.3 = 0.2 \text{ (Valor tiempo } V_t)$$

$$\text{Prima} = \text{Valor intrínseco} + \text{Valor tiempo}$$

El valor tiempo de una opción es simplemente la valoración que hace el mercado de las probabilidades de mayores beneficios a obtener con la opción. Para determinarlo hay que hacer una distribución de probabilidad y calcular estadísticamente las variaciones futuras del precio spot del activo.

I) FINANCIAMIENTO DEL PROYECTO

Para poder lograr los objetivos establecidos en este proyecto y brindar los beneficios de subsidio de parte del gobierno, ofreciendo los sistemas de cobertura de riesgos con tasas de interés preferenciales, es indispensable hacerlo por medio de financiamiento de los **ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES.**

Los organismos financieros internacionales juegan un papel importante en el desarrollo de este proyecto, en principio por que se depende de que tan bajo se pueda obtener el financiamiento para poder ofrecer los sistemas de cobertura a precios accesibles a los diferentes sectores económicos.

El propósito de hacer uso de estas instituciones es lograr obtener financiamiento con tasas preferenciales o créditos blandos y así poder ofrecer a las empresas sistema de cobertura de riesgos a precios accesibles para los empresarios y lograr de esa forma desarrollar el mercado de Opciones y Futuros.

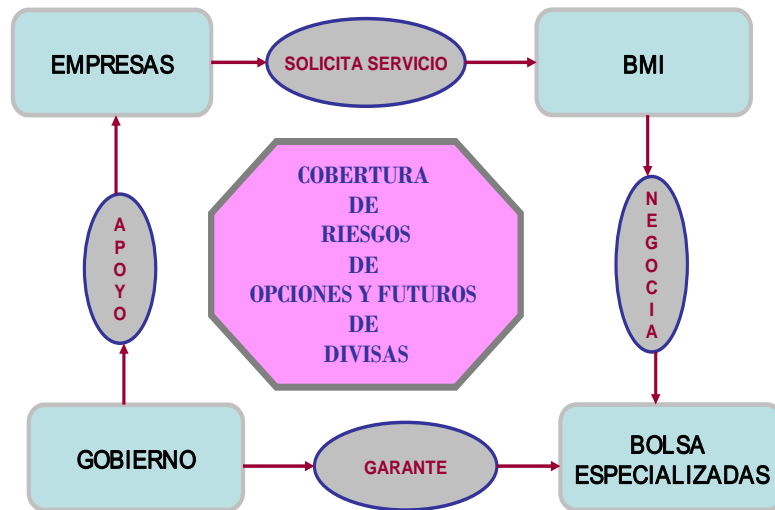
El proyecto operará con financiamiento de organismos financieros internacionales por medio de la gestión directa del gobierno central, quien

será el garante del buen manejo de las operaciones cumpliendo los objetivos planteados hacia los empresarios.

La elección del sistema más eficaz, tanto en cuanto a su coste como en cuanto a sus características, es de gran importancia para poder cumplir dicho compromiso con holgura. Bajo este criterio se deberá desarrollar una serie de opciones y guías a través de las que podrá conocer el funcionamiento y características de los instrumentos y productos de financiación más habituales en nuestros días que deberá de ser responsabilidad de quien administre este proyecto (banca de segundo piso).

3.2.3. GOBIERNO

Es importante hacer énfasis que el papel que juega el gobierno es decisivo ya que de esto dependerá el que se pueda lograr implementar la propuesta, tomando en consideración que la misma esta vinculada a lograr créditos con bancos internacionales, los cuales deberá de realizar el gobierno como parte del apoyo que se le da al desarrollo de la empresa privada.



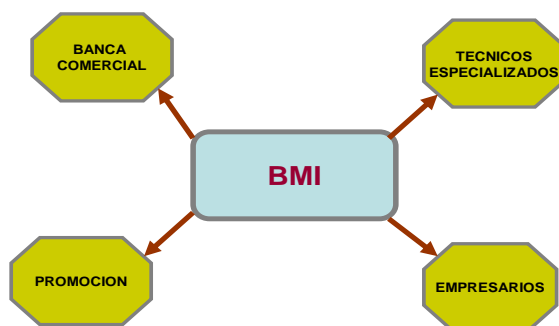
Tal como se menciona en los resultados del diagnóstico que debe ser el gobierno quien debe de apoyar el desarrollo de estos programas especiales, los cuales generaran cadenas de valor agregado para la economía local y al mismo tiempo incentivar al sector empresarial para que haga uso del sistema de cobertura propuesto.

Cuando solicitamos un préstamo a las instituciones financieras internacionales, estas realizan un pormenorizado análisis de nuestra situación financiera para así determinar la capacidad que tenemos y tendremos para hacer frente a dicho endeudamiento; implica lo anterior que como unidades empresariales no se puede cumplir con estas exigencias, razón por la cual se esta involucrando al gobierno para que sea el quien apoye esta iniciativa.

3.2.4. ESTRATEGIA PARA LA IMPLEMENTACIÓN DEL PROYECTO

Se recomienda a la BANCA DE SEGUNDO PISO para que sirva como instrumento de impulso, administración, divulgación, asesoría e intermediación ante las instituciones financieras especializadas que ofrecen este tipo de instrumentos a las empresas.

Instituciones creadas por el Gobierno con el objetivo de atender a las empresas con programas especiales de desarrollo, ofreciendo asesoría empresarial y créditos a líneas de producción especiales.



Estas instituciones se apoyaran con la banca comercial a efecto de poder lograr mayor cobertura e impacto hacia el sector empresarial del país.

Se considera que la banca de segundo piso es la institución ideal por ser creadas por el gobierno para gestionar el apoyo a las entidades productivas del país, así mismo cuentan con la logística idónea para brindar este tipo de apoyo.

En este caso se considera que estas instituciones (banca de segundo piso) serán los intermediarios ante las bolsas internacionales y las empresas

nacionales, siendo lo responsables de la negociación de los sistemas de cobertura de opciones y futuros la banca de segundo piso.

Se propone que este mecanismo sea implementado haciendo uso de estructura de la banca de segundo piso por gozar de beneficios especiales y subsidios directos de parte del gobierno además de ello estas bancas se han creado con la finalidad de implementar programas como los que estamos tratando.

3.2.5. SISTEMAS DE COBERTURA DE RIESGOS

Los sistemas de cobertura de riesgos de opciones y futuros de divisas pueden obtenerse por medio de instituciones financieras o bolsas especializadas en este tipo de productos financieros.

Algunas oficinas especializadas que ofrecen los sistemas de cobertura de riesgo de opciones y futuros de divisas son:

- Chicago Board of Trade (CBT)
- Chicago Mercantile Exchange (CME)
- Commodity Exchange New York (CMX)
- Chicago Rice & Cotton Exchange (CRCE)
- Coffee, Sugar & Cocoa Exch. New Cork (CSCE)
- International Petroleum Exchange (IPE)
- New York Cotton Exch. (CTN)
- Kansas City Board of Trade (KC)
- MidAmerica Commodity Exchange (MCE)
- Minneapolis Grain Exchange (MPLS)
- New York Mercantile Exchange (NYM)
- Philadelphia Board of Trade (PBOT)
- Winnipeg Commodity Exchange (WPG)

Estos sistemas deben de obtenerse en las bolsas especializadas por ser estas las que cuentan con todas las herramientas idóneas que garantizan la compra o venta de los sistemas de cobertura de riesgos.

La negociación con estas bolsas deberá realizarla la banca de segundo piso quien representara a las empresas locales que se interesen en este tipo de instrumento financiero.

3.2.6. BENEFICIO DEL PROYECTO

Con esta propuesta se estaría beneficiando a las empresas exportadoras e importadoras de El Salvador incluyendo a todas las gremiales que estas conforman y que no cuentan en la actualidad con sistemas de cobertura de riesgos de divisas, así como también contribuye a generar un impulso para desarrollar el mercado de capitales.

Este sector es el beneficiado directamente con la implementación de estas herramientas financieras, con lo cual tendrán menos incertidumbre y más protección ante las amenazas que representan las variaciones en los tipos de cambio que se puedan generar en los países con los cuales se comercializa.

El uso de estos mecanismos financieros a través del cual un exportador asegura los riesgos comerciales en variaciones de tipo de cambio, enfrentados como consecuencia de la venta de productos en mercados nuevos y desconocidos.

Toda la información relacionada a sistemas de cobertura deberá ser canalizada a través de la banca de segundo piso quien será el representante de las empresas para obtener estos sistemas de cobertura.

BIBLIOGRAFÍA.

Banco Central de Reserva de El Salvador. Directorio de Exportadores e Importadores de El Salvador.

CABRERA MELGAR, OSCAR (2003): Como crecer mas rápido: El papel de la eficiencia económica como una explicación de las diferencias regionales de productividad total de los factores. Departamento de Investigación Económica y Financiera, Banco Central De Reserva de El Salvador.

DÍAZ CARMEN. Futuros y Opciones Sobre Futuros Financieros Teoría y Práctica, 1ª. Edición, Edit. Prentice Hall Hispanoamérica, S.A. México 1998.

FABOZZI FRANK Y OTROS. Mercados e Instituciones Financieras, 1ª. Edición, Edit. Prentice-Hall Hispanoamérica, S.A. México 1996.

FUNDACION SALVADOREÑA PARA EL DESARROLLO ECONOMICO Y SOCIAL, FUSADES (2003): Informe de Desarrollo Económico y Social 2003: Competitividad Para El Desarrollo 1ª Ed. San salvador, El Salvador Una Publicación del Departamento de Estudios Económicos y Sociales – DEES.

LEVI, MAURICIO D. Finanzas Internacionales, 3ª. Edición, Edit. McGraw-Will Interamericana Editores, S.A. de C.V. México 1999.

LORING, JAIME. Opciones y Futuros, Editorial Desclée de Brouwer, S.A. España 2000.

MARTÍNEZ ABASCAL, EDUARDO. Futuros y Opciones en la Gestión de Carteras, 1ª. Edición, Edit. McGraw-Will Interamericana de España, S.A., España 1993.

O KEAN, JOSÉ MARÍA. Economía para los Negocios, Análisis del Entorno Económico de los Negocios. 2ª. Edición, Edit. McGraw-Will Interamericana de España, S.A., España 2000.

MIPYME. Estrategias para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa.

www.opcionesyfuturos.com

www.meff.com/publicfa.htm

www.elsalvadortrade.com.sv/exportadores/index.htm

www.bmi.gob.sv

www.conamype.gob.sv

www.fusades.com.sv

FABOZZI FRANK Y OTROS. Mercados e Instituciones Financieras, 1ª. Edición, Edit. Prentice-Hall Hispanoamérica, S.A. México 1996. pp-7

LEVI, MAURICIO D. Finanzas Internacionales, 3ª. Edición, Edit. McGraw-Will Interamericana Editores, S.A. de C.V. México 1999.

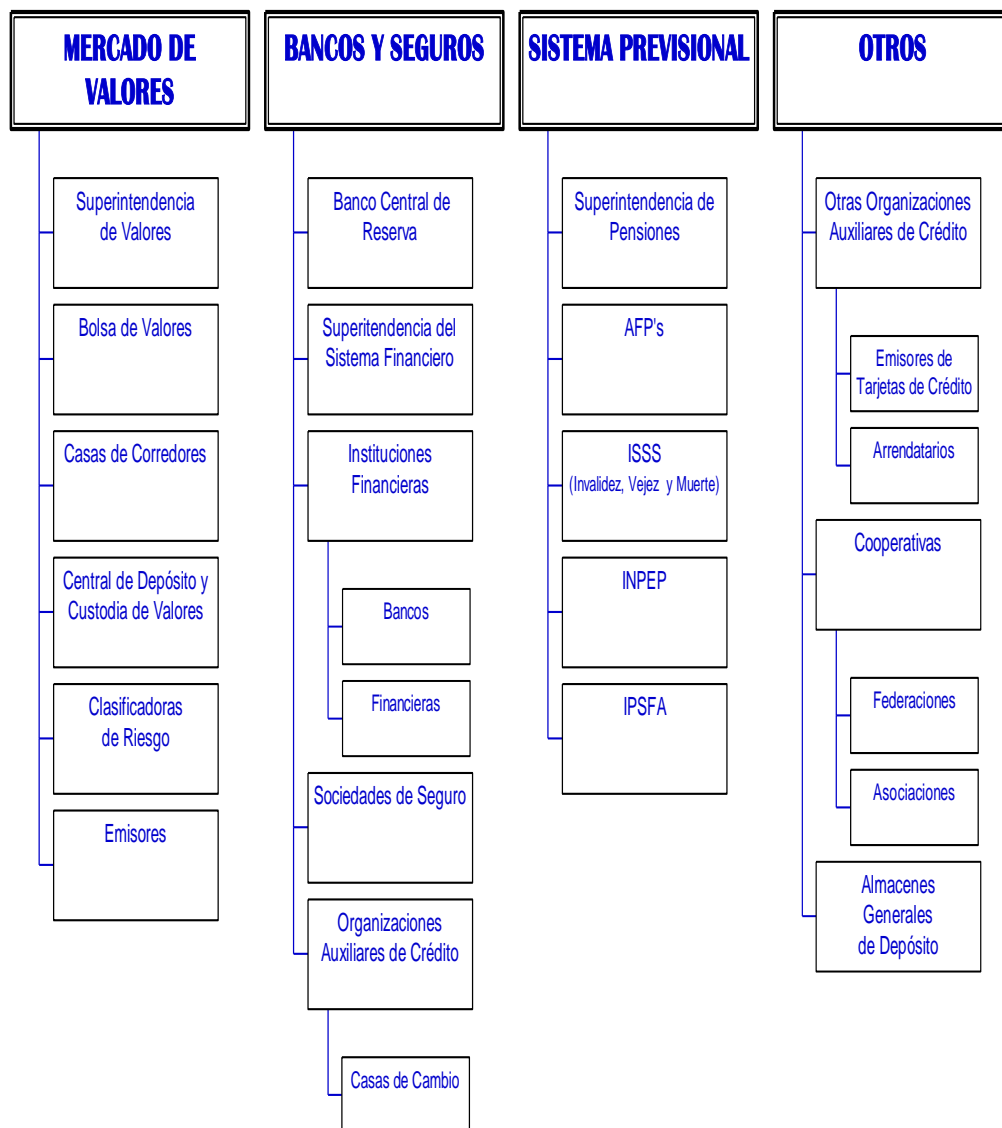
LORING, JAIME. Opciones y Futuros, Editorial Desclée de Brouwer, S.A. España 2000.

DÍAZ CARMEN. Futuros y Opciones Sobre Futuros Financieros Teoría y Práctica, 1ª. Edición, Edit. Prentice Hall Hispanoamérica, S.A. México 1998.

ANEXOS

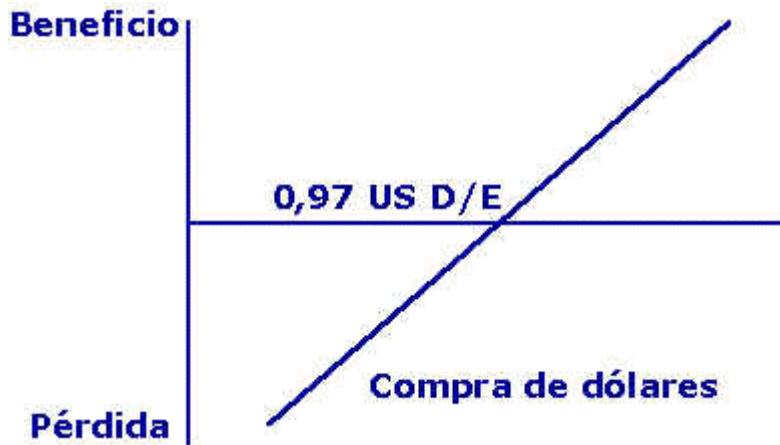
ANEXO 1:

CUADRO 1: ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO EN EL SALVADOR.



ANEXO 2.

DISTRIBUCIÓN DE RIESGOS MEDIANTE EL SEGURO DE CAMBIO



En este caso obtendremos el beneficio cuando el tipo de cambio supere el que hemos fijado en nuestro contrato.



En este caso el beneficio lo obtendremos cuando el tipo de cambio sea inferior al establecido en el contrato.

ANEXO 3.

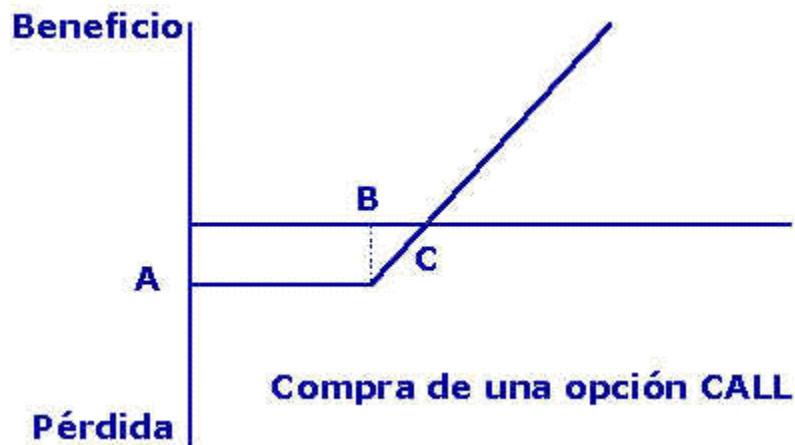
COTIZACION DE LAS OPCIONES

Gráficos

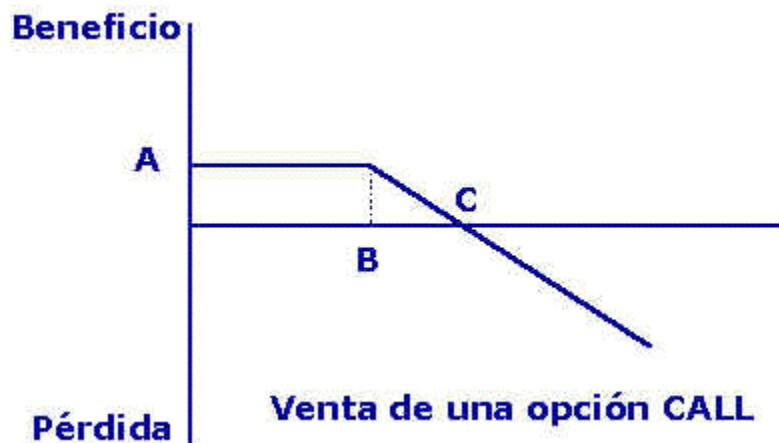
Leyenda:

- B; precio de ejercicio.
- A; prima cobrada o pagada.
- C; precio del subyacente a partir del cual entramos en beneficios o pérdidas.

Opción CALL

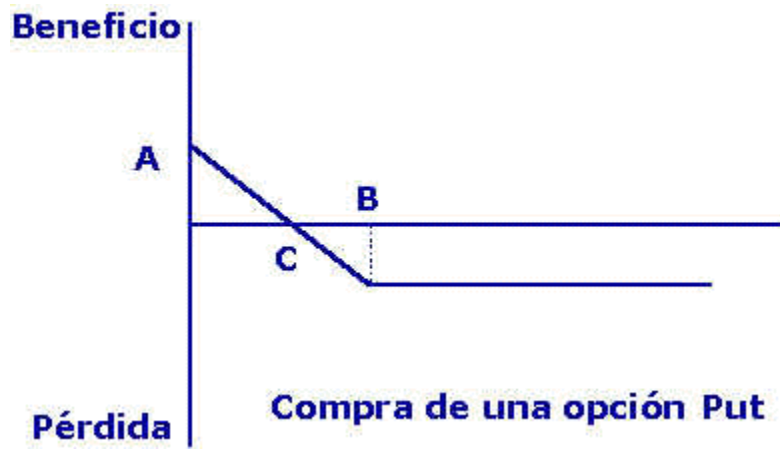


La compra de una opción CALL nos protege contra las subidas de precio del activo subyacente. En este caso a partir del punto C entramos en beneficios.

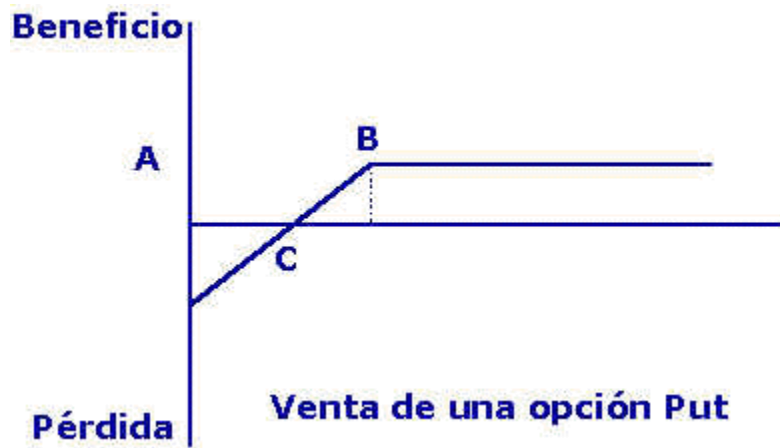


La venta de una opción CALL nos protege contra las bajadas del precio del activo subyacente. En este caso a partir del punto C entramos en pérdidas, ya que el precio de mercado es superior a la suma de la prima más el precio de ejercicio.

Opción PUT



La compra de una opción PUT nos protege contra las bajadas en el precio del activo subyacente.



La venta de una opción PUT nos protege contra las alzas en el precio del activo subyacente

ANEXO 4

ENCUESTA

1). ¿ En cuales de estas regiones comercializa sus productos?

Regiones	N de Empresas	% de cada región
Latinoamérica		
Norteamérica		
Europa		
Otros		

2). ¿Cual es el origen de sus materias primas?

Regiones	N de Empresas	% de cada región
Norteamérica		
Latinoamérica		
Europa		
Otros		

3). ¿Cuales son las monedas que mas utiliza en sus negocios y en que proporción?

Divisas	N de Empresas	% de cada moneda utilizada
Dólar		
Euro		
Yen		
Otros		

4) ¿Cuales son los factores claves que le permite a la empresa competir con éxito en el mercado nacional e internacional?(Asignar prioridades de mayor a menor).

Factores que permiten competir	No. De Empresas	% de cada factor
PRECIO		
CALIDAD		
DISEÑO		
COSTOS		
TECNOLOGIA		
CANALES DE DISTRIBUCION		
CARACTERISTICA DE SERVICIO		
RECURSO HUMANO		
TIEMPO DE ENTREGA		
OTROS		

5). ¿Cuales son los principales factores que inhiben el éxito de la empresa, para importar o exportar?

FACTORES QUE INHIBEN EL ÉXITO DE LA EMPRESA	No. De Empresas	% de cada factor
CAPITAL		
CAPACIDAD		
COMPETENCIA		
TECNOLOGIA		
COSTOS		
MAQUINARIA Y EQUIPO		
CAPACIDAD COMERCIAL		
RECURSO HUMANO		

6). ¿Tiene su empresa alguna política o seguro para protegerse contra algunos de los siguiente eventos?

CLASES DE SEGUROS	No. De Empresas	% de cada SEGURO
INCENDIO		
ROBO		
TERREMOTO		
OTROS		
TRANSACCIONES DE EXPORTACION E INPORTACION		
LUCRO CESANTE		
FLUCTUACIONES DE TIPO DE CAMBIO		

7). ¿Que amenazas se vislumbran en el medio ambiente político, social y económico para la empresa?

1-Corrupción	5-Libre Mercado
2-Delincuencia	6-Inestabilidad política
3-Inestabilidad social	7-Libertad empresarial
4-Desempleo	

8). ¿Cree que sus productos son competitivos internacionalmente?

SI			NO		

9). ¿Se considera desprotegido o en desventaja ante las variaciones en los tipos de cambio que se originan en los países con los cuales realiza negocios?

SI			NO		

10). ¿Si su respuesta es positiva a que atribuye este fenómeno?

1-Variable incontrolables en los países donde se comercia		4-Poca cultura de prevención de riesgo	
2-Poca capacidad		5-No hay apoyo gubernamental	
3-Poca información de Instrumentos financieros idóneos		6-No manejar la misma moneda	

11). ¿Conoce mecanismos o herramientas de cobertura de riesgos del mercado de divisas?

SI			NO		

12). ¿Conoce el uso de los instrumentos financieros de futuros y opciones como una alternativa para cubrir los riesgos de las divisas?

SI			NO		

13). ¿Si conoce alguno de ellos cual ha sido su experiencia, cree que ha sido positiva

14). ¿Tiene conocimiento del tipo de seguros que poseen las empresas hacia donde exporta sus productos?

SI			NO		

15). ¿Creé que los seguros de cobertura de riesgo de tipo de cambio podrían beneficiar su competitividad?

SI			NO		

16). ¿Conoce si en el sistema financiero salvadoreño existen líneas de crédito que financien el riesgo de las transacciones comerciales de los empresarios con otros países en divisas?

SI			NO		

17). ¿Estaría dispuesto a adquirir un seguro de cobertura de riesgo de tipo de cambio o variaciones en los precios para su empresa si se tuvieran los instrumentos financieros idóneos de futuros y opciones?

SI		
NO		

18). ¿Si su respuesta es NO, piensa que el gobierno a través de la banca de segundo piso podría financiar esta cobertura?

SI			NO		

19). ¿Que condiciones deberían cumplirse para que su empresa utilice operaciones de cobertura de riesgo cambiario?

Mejores condiciones crediticias	Diversificación de instrumentos
Garantía en el Financiamiento	Costos bajos
Credibilidad	Asesoría real

ANEXO 5.

MODELO DE CONTRATO DE FUTUROS SOBRE ACCIONES Y OPCIONES SOBRE ACCIONES

Falta la fuente de los contratos

Modelo de contrato entre:

MIEMBRO DEL MERCADO DE MEFF RV Y ENTIDAD ADHERIDA AL
SERVICIO DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES R E U N I D O
S

De una parte,, con domicilio en
....., con N.I.F., representada por la
persona que firma al final del presente contrato (en adelante, “Miembro de
MEFF RV”).

De otra parte,, con domicilio en
....., con N.I.F., representada por la
persona que firma al final del presente contrato (en adelante, la “Entidad
Adherida”).

EX P O N E N

I. Que el Miembro de MEFF RV es miembro del Mercado de Productos
Financieros Derivados de Renta Variable (en adelante, el “Mercado”) regido
por MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta
Variable, S.A. (en adelante, “MEFF RV”).

II. Que la Entidad Adherida es una Entidad Adherida al Servicio de
Liquidación y Compensación de Valores, reuniendo todos los requisitos
establecidos en la legislación vigente, especialmente en el Real Decreto
116/1992, de 14 de febrero y en la Orden del Ministerio de Economía y
Hacienda de 6 de julio de 1992.

III. Que el Miembro de MEFF RV desea proceder a la negociación y liquidación, con el carácter de [Miembro Liquidador/Miembro Liquidador Custodio] en la negociación y liquidación de opciones y futuros financieros sobre acciones en el Mercado , a cuyo fin es preciso que designe a una Entidad Adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, para que realice las funciones de liquidación, realización de cobros y pagos y entregas de valores que sean precisas y se deriven del vencimiento de los futuros financieros o del ejercicio de las opciones financieras en los que el Miembro de MEFF RV, por sí o para sus clientes, mantenga posiciones abiertas; la Entidad Adherida, por su parte, también desea ser designada como mandataria por el Miembro de MEFF RV en relación a las referidas actividades, por lo que, reconociéndose mutuamente capacidad según intervienen

ACUERDAN

La celebración del presente contrato, que se regirá por las siguientes

CLAUSULAS

Primera.- La Entidad Adherida se compromete a seguir las indicaciones y a hacer todos los actos que sean necesarios en relación a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, la Sociedad de Bolsas y más especialmente el Servicio de Liquidación y Compensación de Valores, a fin de liquidar, registrar, cobrar y pagar y entregar valores en relación a las operaciones bursátiles que deban realizar por vencimiento de futuros financieros o ejercicio de opciones financieras sobre acciones que se negocien en el Mercado por el Miembro de MEFF RV, en su propio nombre o en nombre de cualquiera de sus clientes.

Segunda.- El Miembro de MEFF RV se compromete a entregar a la Entidad Adherida cuanta documentación pueda ésta requerir y toda la información

relativa a las acciones que deban adquirirse o transmitirse, con indicación del vendedor y del comprador de las mismas, del precio y demás condiciones que la Entidad Adherida pueda requerir a fin de liquidar y compensar a través del Servicio de Liquidación y Compensación de Valores las operaciones bursátiles que se le encomienden por el Miembro de MEFF RV. Asimismo, le entregará el efectivo o los valores que sean precisos para llevar a cabo las compras y las ventas que procedan.

Tercera.- El Miembro de MEFF RV se compromete a pagar a la Entidad Adherida las comisiones y demás cantidades que en cada momento actúen por escrito.

Cuarta.- La Entidad Adherida declara conocer el Reglamento del Mercado, las Condiciones Generales de los Futuros sobre Acciones y de las Opciones sobre Acciones y, en general, toda la normativa del Mercado respecto de los futuros y opciones sobre acciones y, en la medida en que la misma pueda afectarle, se compromete a cumplirlas sin reservas ni condiciones.

La anterior obligación se extiende a cualquier modificación o adición que cualquier autoridad competente pueda imponer, así como las modificaciones que MEFF RV pueda introducir en el futuro con la autorización de las autoridades competentes, incluidas las circulares que MEFF RV pueda emitir al amparo de lo dispuesto en el Reglamento del Mercado. No obstante, estas modificaciones o adiciones deberán ser comunicadas a la Entidad Adherida por el Miembro de MEFF RV inmediatamente que las haya recibido de MEFF RV. Si, una vez recibida dicha comunicación, la Entidad Adherida no aceptase las citadas modificaciones o adiciones, en la medida en que le afectaren, podrá renunciar a la designación y al mandato que aquí se le confiere, obligándose a notificarle al Miembro de MEFF RV y a MEFF RV en el plazo de los siete días naturales desde la recepción de la comunicación. Si

en este plazo no ejercitase dicho derecho, se entenderá que acepta las modificaciones o adiciones realizadas.

No obstante, la Entidad Adherida se compromete a realizar las actividades de liquidación y compensación que sean precisas en relación a las operaciones que se le hubiesen notificado con anterioridad a su renuncia.

Quinta.- El presente contrato entra en vigor en la fecha de su firma y seguirá en vigor hasta que cualquiera de las partes lo denuncie con un preaviso de, al menos, 15 días hábiles de antelación a la fecha en que deben cesar sus efectos.

También quedará inmediatamente resuelto en caso de que el Miembro de MEFF RV dejare de ser miembro del Mercado o de que la Entidad Adherida dejase de ser considerada entidad adherida al Servicio de Liquidación y Compensación de Valores.

No obstante, del mismo modo establecido más arriba, tanto el Miembro de MEFF RV como la Entidad Adherida se comprometen a cumplir sus obligaciones pendientes entre sí, e indirectamente, frente a los clientes del miembro del mercado y a MEFF RV.

Sexta.- Para la resolución de cuantos conflictos pudieran surgir en relación con la interpretación, validez o cumplimiento del presente Contrato, las partes, renunciando a cualquier otro fuero que pudiera corresponderles, someterán dichas cuestiones a arbitraje de derecho que se regulará conforme a las previsiones de la Ley Española de Arbitrajes de Derecho Privado, de 15 de diciembre de 1988. Se nombrará un árbitro de común acuerdo entre las partes y, si esto no fuera posible, cada una de las partes designará a un árbitro y estos árbitros, a su vez, designarán a un tercero, que actuará como Presidente. En caso de que una de las partes no designara un árbitro dentro del plazo de los cinco (5) días naturales siguientes a la

comunicación de la iniciación del procedimiento de arbitraje (que, en todo caso, será en el plazo de quince (15) días naturales contados a partir de la notificación, de no haber alcanzado el acuerdo), el árbitro que designe la parte que sí lo haya hecho se entenderá que es aceptado como árbitro por la parte que ha renunciado a su derecho a nombrarlo, por lo que el arbitraje se efectuará por sólo un árbitro. La designación se comunicará por algún medio que deje constancia de su recepción al árbitro o árbitros, para su aceptación. Si el árbitro o árbitros no hubiesen aceptado por escrito ante quien los designó, en el plazo de quince (15) días naturales a contar desde el siguiente a su notificación, se entenderá que no aceptan el nombramiento.

Por tanto, en el supuesto de haber designado cualquiera de las partes un árbitro y éste no aceptara tal designación, la parte correspondiente contará con un último plazo de cinco (5) días naturales para designar un nuevo árbitro. Una vez aceptadas por el árbitro o árbitros las designaciones efectuadas, dispondrán de un plazo de veinte (20) días naturales para emitir el laudo arbitral.

El procedimiento arbitral se sustanciará en Madrid.

Las partes se obligan expresamente a cumplir el laudo arbitral que se dicte.

Para todas las cuestiones que, por imperativo legal, no pudieran someterse a arbitraje o, en su caso, para la formalización judicial del arbitraje, las partes, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderles, se someten al de los Juzgados y Tribunales de la ciudad de Madrid.

En prueba de conformidad con lo que antecede, ambas partes firman el presente contrato por duplicado a un solo efecto en, a de de El Miembro de MEFF RV La Entidad Adherida p.p. p.p. Fdo.: Fdo.:

**CONDICIONES GENERALES PARA LA NEGOCIACIÓN DE FUTUROS
SOBRE ACCIONES Y DE OPCIONES SOBRE ACCIONES**

Modelo de contrato entre:

**MIEMBRO DEL MERCADO DE MEFF RV Y MIEMBRO DE BOLSA R E U N
I D O S**

De una parte,, con domicilio en, con N.I.F., representada por la persona que firma al final del presente contrato (en adelante, “Miembro de MEFF RV”).

De otra parte,, con domicilio en, con N.I.F., representada por la persona que firma al final del presente contrato (en adelante, el “Miembro de Bolsa”).

EX P O N E N

I. Que el Miembro de MEFF RV es miembro del Mercado de Productos Financieros Derivados de Renta Variable (en adelante, el “Mercado”) regido por MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, S.A. (en adelante, “MEFF RV”).

II. Que el Miembro de Bolsa es una [Sociedad de Valores y Bolsa / Agencia de Valores y Bolsa] que opera en la Bolsa de Valores de

III. Que el Miembro de MEFF RV ha designado a la Entidad Adherida al Sistema de Liquidación y Compensación de Valores para

que liquide las operaciones bursátiles que aquél le encomiende en relación al vencimiento de futuros o al ejercicio de opciones negociados en el Mercado.

IV. Que el Miembro de MEFF RV desea proceder a la negociación y liquidación, con el carácter de [Miembro Liquidador/Miembro Liquidador Custodio] en la negociación y liquidación de opciones y futuros financieros sobre acciones en el Mercado, a cuyo fin es preciso que designe a un Miembro de Bolsa con acceso a la negociación en el Sistema de Interconexión Bursátil, para que realice las funciones de ejecución y registro de las operaciones bursátiles que sean precisas y se deriven vencimiento de los futuros financieros o del ejercicio de las opciones financieras en los que el Miembro de MEFF RV, por sí o para sus clientes, mantenga posiciones abiertas; el Miembro de Bolsa, por su parte, también desea ser designado como mandatario por el Miembro de MEFF RV en relación a las referidas actividades, por lo que, reconociéndose mutuamente capacidad según intervienen

ACUERDAN

La celebración del presente contrato, que se registrá por las siguientes

CLAUSULAS

Primera.- El Miembro de Bolsa se obliga a llevar a cabo, notificándoselas a la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de y, en su caso, a la Sociedad de Bolsas y al Sistema de Liquidación y Compensación de Valores, todas las operaciones bursátiles de compraventa de valores o, en general, relativas a valores que el Miembro de MEFF RV le encomiende en relación a los futuros financieros o las opciones financieras sobre acciones

que haya negociado, como comprador o vendedor, en el Mercado, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus clientes.

Segunda.- El Miembro de MEFF RV se compromete a entregar al Miembro de Bolsa cuanta documentación pueda éste requerir, así como toda la información relativa a las acciones que deben adquirirse o transmitirse, con indicación en su caso del vendedor y del comprador de las mismas, y del precio y demás condiciones que el Miembro de Bolsa pueda requerir a fin de ejecutar las operaciones bursátiles que se le encomienden por el Miembro de MEFF RV.

Asimismo, si cambiara la Entidad Adherida a que se refiere el Expositivo III, el Miembro de MEFF RV notificará al Miembro de Bolsa el nombre de la nueva Entidad Adherida que designe, con antelación a la fecha en que inicie sus funciones.

Tercera.- El Miembro de MEFF RV se compromete a pagar al Miembro de Bolsa las comisiones y demás cantidades que en cada momento pacten por escrito.

Cuarta.- El Miembro de Bolsa declara conocer el Reglamento del Mercado, las Condiciones Generales de los Futuros sobre Acciones y de las Opciones sobre Acciones y, en general, toda la normativa del mercado respecto de los futuros y opciones sobre acciones y, en la medida en que la misma pueda afectarle, se compromete a cumplirlas sin reservas ni condiciones.

La anterior obligación se extiende a cualquier modificación o adición que cualquier autoridad competente pueda imponer, así como las modificaciones que MEFF RV pueda introducir en el futuro con la autorización de las autoridades competentes, incluidas las circulares que MEFF RV pueda emitir al amparo de lo dispuesto en el Reglamento del Mercado. No obstante, estas

modificaciones o adiciones deberán ser comunicadas al Miembro de Bolsa por el Miembro de MEFF RV inmediatamente que las haya recibido de MEFF RV. Si, una vez recibida dicha comunicación, el Miembro de Bolsa no aceptase las citadas modificaciones o adiciones, en la medida en que le afectaren, podrá renunciar a la designación y al mandato que aquí se le confiere, obligándose a notificarle al Miembro de MEFF RV y a MEFF RV en el plazo de los siete días naturales desde la recepción de la comunicación. Si en este plazo no ejercitase dicho derecho, se entenderá que acepta las modificaciones o adiciones realizadas.

No obstante, el Miembro de Bolsa se compromete a ejecutar las operaciones que ya se le hubiesen notificado con anterioridad a su renuncia.

Quinta.- El presente contrato entra en vigor en la fecha de su firma y seguirá en vigor hasta que cualquiera de las partes lo denuncie con un preaviso de, al menos, 15 días hábiles de antelación a la fecha en que deben cesar sus efectos.

También quedará inmediatamente resuelto en caso de que el Miembro de MEFF RV dejare de ser miembro del Mercado o de que el Miembro de Bolsa dejase de ser Sociedad de Valores y Bolsa o Agencia de Valores y Bolsa.

No obstante, del mismo modo establecido más arriba, tanto el Miembro de MEFF RV como el Miembro de Bolsa se comprometen a cumplir sus obligaciones pendientes entre sí, e indirectamente, frente a los clientes del miembro del mercado y a MEFF RV.

Sexta.- Para la resolución de cuantos conflictos pudieran surgir en relación con la interpretación, validez o cumplimiento del presente Contrato, las partes, renunciando a cualquier otro fuero que pudiera corresponderles, someterán dichas cuestiones a arbitraje de derecho que se regulará conforme a las previsiones de la Ley Española de Arbitrajes de Derecho Privado, de 15 de diciembre de 1988. Se nombrará un árbitro de común

acuerdo entre las partes y, si esto no fuera posible, cada una de las partes designará a un árbitro y estos árbitros, a su vez, designarán a un tercero, que actuará como Presidente. En caso de que una de las partes no designara un árbitro dentro del plazo de los cinco (5) días naturales siguientes a la comunicación de la iniciación del procedimiento de arbitraje (que, en todo caso, será en el plazo de quince (15) días naturales contados a partir de la notificación, de no haber alcanzado el acuerdo), el árbitro que designe la parte que sí lo haya hecho se entenderá que es aceptado como árbitro por la parte que ha renunciado a su derecho a nombrarlo, por lo que el arbitraje se efectuará por sólo un árbitro. La designación se comunicará por algún medio que deje constancia de su recepción al árbitro o árbitros, para su aceptación. Si el árbitro o árbitros no hubiesen aceptado por escrito ante quien los designó, en el plazo de quince (15) días naturales a contar desde el siguiente a su notificación, se entenderá que no aceptan el nombramiento.

Por tanto, en el supuesto de haber designado cualquiera de las partes un árbitro y éste no aceptara tal designación, la parte correspondiente contará con un último plazo de cinco (5) días naturales para designar un nuevo árbitro. Una vez aceptadas por el árbitro o árbitros las designaciones efectuadas, dispondrán de un plazo de veinte (20) días naturales para emitir el laudo arbitral.

El procedimiento arbitral se sustanciará en Madrid.

Las partes se obligan expresamente a cumplir el laudo arbitral que se dicte.

Para todas las cuestiones que, por imperativo legal, no pudieran someterse a arbitraje o, en su caso, para la formalización judicial del arbitraje, las partes, con renuncia a cualquier otro fuero que pudiera corresponderles, se someten al de los Juzgados y Tribunales de la ciudad de Madrid.

En prueba de conformidad con lo que antecede, ambas partes firman el presente contrato por duplicado a un solo efecto en, a de de El Miembro de MEFF RV El Miembro de Bolsa p.p. p.p.Fdo.: Fdo.: