

No. 236
26 DE
NOVIEMBRE
1999

LA SEMANA ECONOMICA ASOBANCARIA



ASOCIACION BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA

Tel: 2496411 Fax: 2119915

EDITOR: JORGE HUMBERTO BOTERO
Internet: <http://www.asobancaria.com> E-mail: info@asobancaria.com

ISSN 0122-6657

I. Nota del Editor NEOCLIENTELISMO

El Congreso ha aprobado en primer debate el proyecto de ley que crea nuevos mecanismos para el financiamiento de la vivienda y otorga auxilios masivos a los deudores hipotecarios. Ambas medidas son encomiables.

El país necesita fondos estables para generar créditos de largo plazo. Las letras hipotecarias y la titularización de cartera cumplen ese propósito, al menos en el papel. El gran reto consistirá en el desarrollo del mercado de capitales, tarea que tomará años y exigirá el firme respaldo del Estado. El Banco de La República tendrá que crear mecanismos para darle liquidez secundaria a esos instrumentos. El Gobierno tendrá que comenzar a emitir TES a plazos superiores a tres años para que pueda construirse una curva de rendimientos, mecanismo este indispensable para que pueda funcionar el mercado secundario de papeles emitidos a distintos plazos.

Es bueno también que se emita una ley que resuelva, de una vez por todas, el exceso de deuda acumulada sobre muchos hogares como consecuencia del brutal incremento de las tasas de interés que se presentó en estos últimos años. La crisis financiera internacional, el manejo de la política monetaria y el crecimiento del déficit fiscal son la causa última de este desastre. No la improvidencia de los ban-

queros como suele afirmarse sin adecuado conocimiento de causa.

La semana pasada criticamos el esquema de financiamiento de los alivios escogido por el Gobierno y refrendado por el Congreso. Las inversiones forzosas incrementan los costos de transformación de la banca, desestimulan la inversión en el sector y afectan negativamente las tasas de interés. Vamos, pues, de regreso a los esquemas de represión financiera que practicamos hasta hace una década y que han sido abandonados en todo el mundo. Incluida la China comunista y los países que antes formaban la Unión Soviética. Este retroceso será sumamente costoso para el país.

Hoy tenemos una preocupación nueva. En el texto aprobado por las comisiones terceras se obliga a los establecimientos de crédito a canalizar una determinada proporción de sus recursos hacia la vivienda de interés social. Los créditos e inversiones sustitutivas devengarán tasas de interés reguladas por la ley e inferiores a las del mercado.

Sin duda alguna, la provisión de vivienda para los más pobres es un objetivo socialmente encomiable y merece ser financiado, al menos en parte, con recursos públicos de tipo fiscal, no a través de un acceso preferencial y subsidiado al ahorro de la comunidad. Si esto es factible y deseable, bien podría ser que el Congreso decidiera establecer cupos para la salud, el agua potable, la educación, la recrea-

ción y un largo etc. Todo ello en condiciones que no serían de mercado. Naturalmente, la banca privada, tal como hoy la conocemos, no podría funcionar.

Desde una óptica política el precedente que ahora se abre es de la mayor importancia. Agotadas las posibilidades de reparto del presupuesto nacional se abre una alternativa extremadamente atractiva. Repartir el ahorro de la comunidad cuya custodia está asignada al sistema financiero. Esto podría llamarse "neoclientelismo".



II. Subasta de opciones: ALTERNATIVA DE FLOTACION CAMBIARIA

A partir del martes 30 de noviembre, empieza a regir en Colombia el nuevo esquema de arreglo cambiario basado en la subasta de opciones sobre divisas.

El tema, a la vez que complejo, es de gran importancia para el desarrollo de productos derivados en el país. Por este motivo consideramos necesario ilustrar a la opinión pública sobre este nuevo esquema.

¿Flotación sin normas?

Los esquemas de flotación limpia (sin ningún tipo de intervención de gobierno o autoridad monetaria) sólo existen en los libros de texto; en la práctica, los gobiernos o los bancos centrales siempre se reservan la posibilidad de intervenir en los mercados sin desvirtuar los esquemas de libre mercado –a esto se le denomina usualmente “flotación sucia”–.

Los países que han decidido adoptar la flotación de sus tasas de cambio, han encontrado dos tipos de arreglos en la estabilización de sus mercados: el sistema interbancario y el de subastas.

Sistema interbancario: las operaciones del mercado cambiario se llevan a cabo directamente entre las entidades financieras y algunos agentes cambiarios autorizados. En la mayoría de casos, la autoridad monetaria se reserva el derecho de intervenir en el mercado ofreciendo o comprando divisas cuando lo considera oportuno para efectos de la política de estabilización de precios; sin embargo, los agentes del mercado no saben con anticipación cuándo intervendrá el Banco Central; el ejemplo de Chile ilustra este caso.

Este sistema fue adoptado por la mayoría de países de Latinoamérica (más del 90% de los casos de flotación de la tasa de cambio en el subcontinente).

Sistema de subastas: las entidades financieras y algunos agentes cambiarios autorizados entregan sus recursos al Banco Central, el cual proporciona la liquidez al mercado mediante subastas.

Dentro del esquema de subastas, hay dos tipos de arreglos mediante los cuales la autoridad monetaria interviene en el mercado cambiario: subastas en divisas y en opciones.

En el primer caso, el banco central subasta las divisas directamente entre las entidades financieras y los agentes autorizados para reducir la volatilidad de la tasa de cambio.

En el segundo caso, la subasta consiste en derechos de compra o venta de divisas al banco central.

México ejemplifica el uso de los dos sistemas de subastas.

Opciones en divisas: caminos exóticos

Las opciones en divisas son contratos que permiten al tenedor protegerse de fluctuaciones adversas de las tasas de cambio. El tenedor de una opción paga una prima, con lo cual adquiere el derecho de comprar o vender un monto determinado de divisas, a un tipo de cambio previamente establecido (precio de ejercicio). La decisión de ejercer el derecho la tomará el tenedor cuando resulte beneficiado por la diferencia entre el precio pactado y el precio observado en el mercado; en caso contrario no la ejercerá. En cambio, el emisor de la opción siempre está obligado a comprar o a vender si el tenedor decide ejercer su derecho.

Por ejemplo, si un empresario colombiano debe hacer el pago de un crédito en dólares dentro de un plazo determinado, para cubrirse del riesgo cambiario compra una opción de divisas por ese monto, a un precio fijo, y con vencimiento en la fecha en que debe realizar el giro. Si en la fecha del pago la tasa de cambio es mayor a la pactada, el empresario ejerce su opción, con lo cual se habrá evitado el mayor costo por la devaluación. En el caso contrario, en el que la tasa de cambio sea inferior, el empresario no ejercer la opción y sólo habrá asumido el costo de la prima.

Existen opciones de compra (*call*) y opciones de venta (*put*), las cuales hacen referencia a un contrato cuyo vencimiento se establece en un periodo determinado.

De acuerdo con la modalidad de ejecución, las opciones en divisas se clasifican en dos grandes grupos: opción europea, la cual solamente puede ser ejecutada a su vencimiento y, opción america-

na, cuya ejecución puede realizarse en cualquier momento a lo largo de todo el período establecido en el contrato.

Existen otros tipos de opciones denominadas exóticas¹, dentro de las cuales podemos identificar las siguientes:

- Asiática, cuyo precio depende del promedio de la tasa de cambio de referencia durante un periodo dado.
- Lookback, las cuales toman como parámetro el valor máximo o mínimo de la tasa de cambio de referencia durante un periodo establecido.
- Barrera, las cuales dejan de ser válidas si la tasa de cambio de referencia alcanza algún valor predeterminado antes de su vencimiento.

En términos generales, el objetivo fundamental de las opciones en divisas es cubrir a su tenedor del riesgo implícito en la incertidumbre sobre el valor futuro de la tasa de cambio, constituyéndose, como lo vimos en el ejemplo anterior, en un seguro de riesgo cambiario. Como es natural, todo seguro tiene un precio o prima que debe ser efectivamente cobrado al tomador del seguro; ésta prima debe tener en cuenta algunos aspectos fundamentales inherentes a la transacción: la fecha de vencimiento del contrato, el precio de su ejercicio, la tasa de interés libre de riesgo en el mercado y desde luego, la tasa de cambio; en últimas la valoración de la prima de la opción dependerá en buena medida de las expectativas que tenga el mercado en torno al comportamiento de la tasa de cambio.

¹ Raúl B. González de Paz (1999) "Introducción a los instrumentos derivados y su aplicación al análisis de riesgo". *Cuadernos de Investigación* No. 46. CEMLA, México.

De México a Colombia

Siguiendo muy de cerca la experiencia mexicana, el Banco de la República decidió adoptar el mecanismo de opciones asiáticas. Estas opciones se asimilan a las americanas en el sentido de que se pueden ejercer en cualquier momento dentro del plazo acordado, pero se diferencian en que no hay un precio fijo de ejercicio; este va cambiando al variar la tasa promedio del mercado.

Con el nuevo mecanismo de intervención en el mercado cambiario, el Banco de la República tiene dos objetivos fundamentales: acumular reservas internacionales –sin que ello implique presiones sobre los precios del mercado–, y limitar la volatilidad de la cotización de la divisa en casos extremos; por lo tanto, el objetivo no es controlar la tasa de cambio, como algunos comentaristas lo han interpretado.

En concordancia con esos objetivos, se diseñaron dos esquemas independientes de subastas; uno para acumulación de reservas y otro para limitar la volatilidad del mercado.

- *Acumulación de reservas internacionales.*

Se tiene previsto para el próximo 30 de noviembre la realización de una subasta holandesa de opciones put (de venta) con cupo de US\$200 millones en la cual podrán participar tanto las entidades financieras como la Dirección Nacional del Tesoro; adicionalmente, entre enero y marzo se realizarán tres subastas por US\$80 millones cada una. La opción será ejercida con la TRM del día de la subasta y, como restricción para su ejercicio, se requiere

que la TRM esté por debajo del promedio móvil de la TRM de los 20 días anteriores al de la subasta. Su plazo es de un mes y la opción se puede ejercer parcial o totalmente por fracciones de US\$100 mil (Cuadro 1).

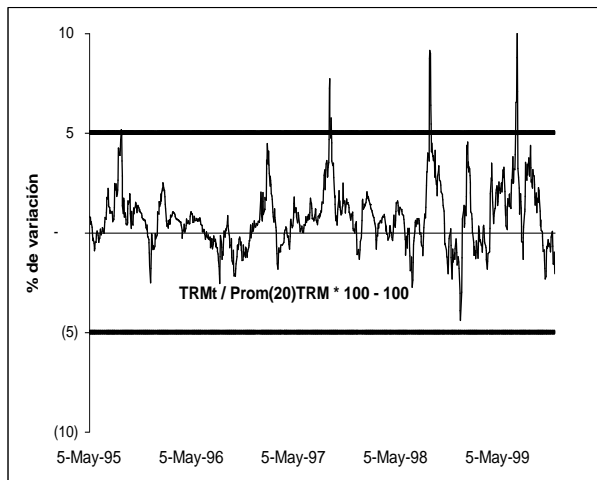
El mecanismo de la subasta es el mismo utilizado en el mercado monetario para las subastas de repos; las entidades interesadas hacen sus ofertas de montos y primas y el Banco las asigna desde la prima más alta hasta que se agote el cupo de dólares; la prima de corte es la menor prima ofrecida por las entidades que llenaron el cupo.

**Cuadro 1
Características de la subasta de opciones sobre divisas para acumular reservas internacionales**

Fecha	30 de noviembre de 1999
Requisitos	TRM inferior a su promedio móvil en los 20 días anteriores
Participantes	DTN y sistema financiero
Monto	US\$ 200 millones
Plazo	Un mes
Prima	Valoración de cada entidad
Mecanismo	Subasta holandesa con prorrateo

- *Evitar volatilidades extremas de la tasa de cambio*

**Gráfico 1
Variaciones porcentuales diarias de la TRM respecto al promedio móvil de 20 días**



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

El cupo de la subasta es de \$120 millones y se realizará únicamente cuando la TRM se ubique 5% por encima o por debajo del promedio móvil de su valor en los últimos 20 días. El plazo de la subasta es de un mes. En términos operativos las condiciones son las mismas que las anteriores; sin embargo, hay opciones put (de venta) y call (de compra).

La experiencia de los años anteriores permite comprobar que estas opciones sólo entrarán en escena en situaciones excepcionales; como se puede observar en el Gráfico 1, desde 1995 se registraron 14 días en los que la variación de la tasa de cambio superó el parámetro del 5% del promedio móvil de orden 20 de la TRM.

Algunas consideraciones

Pese a que aún resulta prematuro emitir algún tipo de concepto en torno a la efectividad del nuevo instrumento cambiario, es necesario hacer algunas precisiones:

- En primer lugar, el tiempo disponible para la implementación de este meca-

nismo es muy corto; la medida fue anunciada a escasos diez días de la primera subasta. Todavía no hay claridad sobre aspectos importantes en materia tributaria y las entidades deben tomar su tiempo para solucionar los problemas de valoración de las opciones.

- En segundo lugar, la intervención de la Dirección Nacional del Tesoro implica unas condiciones desiguales de acceso a la subasta de opciones, por las diferencias que existen en el tratamiento tributario para los demás agentes. Esto hará que las ofertas de las entidades financieras sean menores que las de la DTN; así, la DTN garantiza su obtención de derechos de venta y a la vez que lo hace se beneficia de las menores primas ofrecidas por los demás agentes (su mayor oferta le garantiza la entrada, pero el precio de corte será menor).
- En tercer lugar, hay un sesgo devaluacionista en el diseño de las subastas; si bien el objetivo no es alterar el esquema de flotación, es claro que el ejercicio de las opciones reduce la oferta del mercado y, por lo tanto, se contienen las tendencias a la revaluación; en cambio, al no existir opciones de compra sino para las situaciones extremas de volatilidad, las tendencias de devaluación no tienen obstáculo.
- En cuarto lugar, las metas de acumulación de reservas internacionales previstas por el Banco de la República, resultan exageradas frente al tamaño del mercado colombiano. El promedio de operaciones diarias es de US\$77 millones, el cual resulta mínimo en

comparación con otros países como México (US\$1.250 millones).

- En quinto lugar, la autoridad monetaria debe hacer la precisión de que el mecanismo de subastas no es el único que tendrá a mano para intervenir en el mercado. En el caso de México, por ejemplo, junto con el sistema de subastas de derechos de venta de divisas, existe una subasta diaria de dólares y un mecanismo de compras y ventas directas del Banco de México a los agentes del mercado.
- Finalmente, se debe destacar que la introducción de este mecanismo tendrá importantes repercusiones en el desarrollo de los mercados de derivados en Colombia. Puede ocurrir que los establecimientos de crédito actúen en las subastas del Banco de la República para atender las demandas de sus clientes o también que se inicie un mercado de opciones menos complejas que la asiática.