



## Subasta de opciones: LAS PRIMERAS LECCIONES

El pasado 19 de noviembre, el Banco de la República anunció los mecanismos por medio de los cuales intervendría en el mercado cambiario con el fin de acumular reservas internacionales y evitar fluctuaciones extremas en el precio de la divisa. Para apoyar el primer objetivo, la autoridad monetaria diseñó un programa de cuatro subastas put en dólares por un monto total de US\$440 millones<sup>1</sup>; la primera fue realizada en diciembre de 1999 por US\$200 millones y las otras en los tres meses siguientes, por US\$80 millones cada una.

El pasado 28 de febrero se realizó la última de estas subastas, dando cumplimiento al primer ciclo de vida de esta herramienta de intervención en el mercado cambiario. Como es natural dentro de todo proceso de aprendizaje, es necesario hacer un balance y poner en blanco y negro las lecciones aprendidas: ¿Logró el Banco de la República su objetivo? ¿Fue positivo para los agentes del mercado? ¿Qué efectos tuvo en el mercado? ¿La autoridad monetaria seguirá realizando subastas put en lo que resta del año o modificará el diseño de las actuales?

### Los hechos

El Cuadro 1 resulta ilustrativo para analizar los resultados las operaciones realizadas a la fecha.

El comportamiento de la prima de corte o aprobación registró unas variaciones muy amplias; desde \$4 por dólar en la primera subasta, la prima se redujo hasta \$0.21 en la tercera y de nuevo subió a \$1.6 en la última. Esta fluctuación evidencia el proceso de aprendizaje que tuvieron que afrontar los agentes del mercado.

<sup>1</sup> En *La Semana Económica* No.236 del 26 de noviembre de 1999, se realizó una explicación de este mecanismo de intervención en el mercado cambiario.

## Cuadro 1 Subasta de opciones put en dólares\*

Fecha Subasta	Monto Presentado	Monto Aprobado	Cupo Subasta	Prima Corte	Monto Ejercido
30-Nov-99	924.50	200.00	200.00	4000.00	200.00
27-Dic-99	430.20	80.00	80.00	4500.00	0.00
27-Ene-00	204.00	80.00	80.00	210.00	12.00
28-Feb-00	368.00	80.00	80.00	1600.00	N.D.

Fuente: Banco de la República

\*Montos en millones de dólares. Prima en pesos por US\$1.000.

La experiencia mejicana es similar en este campo; durante los primeros seis meses de funcionamiento del mecanismo sus primas de aprobación oscilaron en un amplio rango de \$7 a \$28 por cada mil dólares; luego se estabilizaron en niveles de \$10.

Otro elemento indispensable al analizar los resultados anteriores es el ejercicio de las opciones (Cuadro 2)

## Cuadro 2 Ejercicio de la subasta de opciones put

PRIMERA SUBASTA	
Fecha de ejercicio	Monto (dólares)
1-Dic-99	119,300,000
2-Dic-99	77,000,000
3-Dic-99	1,800,000
6-Dic-99	1,900,000
<b>Total</b>	<b>200,000,000</b>
SEGUNDA SUBASTA	
Fecha de ejercicio	Monto (dólares)
	0
<b>Total</b>	<b>0</b>
TERCERA SUBASTA	
Fecha de ejercicio	Monto (dólares)
16-Feb-00	6,000,000
21-Feb-00	4,000,000
28-Feb-00	2,000,000
<b>Total</b>	<b>12,000,000</b>
CUARTA SUBASTA*	
Fecha de ejercicio	Monto (dólares)
	0
<b>Total</b>	<b>0</b>

Fuente: Banco de la República

• A la fecha, no se ha ejercido ninguna opción

De los US\$440 millones que ha subastado la autoridad monetaria en opciones put, tan solo se ha ejercido el 48.1% (US\$212 millones), como consecuencia del comportamiento de la tasa de cambio; mientras que la primera subasta fue ejercida en su totalidad, la tercera solo lo fue en US\$ 12 millones; la segunda no se ejerció y la cuarta, hasta la fecha, tampoco se ha ejercido.

### Las enseñanzas

#### El emisor

Este esquema brinda al Banco de la República la posibilidad de adquirir las divisas en el mercado cambiario sin ejercer presiones sobre su cotización; simultáneamente, frente a eventuales cambios en la estructura de oferta, las subastas put son una herramienta fundamental para moderar las fluctuaciones de la tasa de cambio.

Desde el punto de vista del objetivo de acumulación de reservas internacionales, el mecanismo fue exitoso solamente en la primera subasta; el Banco logró acumular US\$200 millones. De allí en adelante sólo ha obtenido reservas por US\$12 millones frente a los \$240 millones de opciones colocadas (cuadro 2); aún cuando no se ha cumplido el plazo para el ejercicio de última subasta, el comportamiento de la TRM promedio móvil de orden 20 hace pensar que los resultados serán muy similares a los registrados en las dos subastas anteriores.

### Cuadro 3

#### Ingresos por primas de las opciones

Fecha Subasta	Monto aprobado (dólares)	Prima de corte (\$ por US\$1000)	Ingresos (Pesos)
30-Nov-99	200,000,000	4000.00	800,000,000
27-Dic-99	80,000,000	4500.00	360,000,000
27-Ene-00	80,000,000	210.00	16,000,000
28-Feb-00	80,000,000	1600.00	128,000,000
<b>Total</b>	<b>440,000,000</b>		<b>1,304,000,000</b>

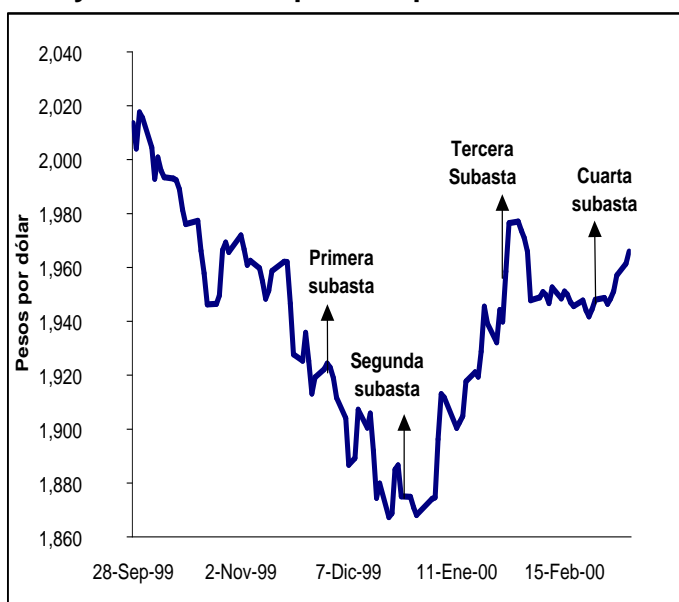
Fuente: Banco de la República, Cálculos Asobancaria.

Además de la posibilidad de comprar reservas internacionales al precio del mercado, el Banco de la República obtiene ingresos por las primas de las opciones colocadas. Nuestros

cálculos indican que por ese concepto el Banco obtuvo \$1.300 millones (cuadro 3).

En la mayoría de las subastas el efecto inmediato sobre el precio del mercado fue una marcada revaluación; por ejemplo, una semana después de realizada la primera subasta (30 de noviembre) la tasa de cambio se redujo en más de \$20; sin embargo, es razonable suponer que sin las opciones, la cotización de la divisa pudo haber caído a niveles mucho más bajos que los observados (gráfico 1).

**Gráfico 1**  
**TRM y subastas de opciones put**



Fuente: Banco de la República

#### Los agentes del mercado

Con el fin de cuantificar los beneficios (o pérdidas) que han tenido los agentes al participar en el mecanismo de subastas put, realizamos un ejercicio cuyos resultados se presentan en el Cuadro 4. Se diseñaron dos escenarios cuyos resultados varían fundamentalmente por la tasa de cambio con la cual se cubrieron los agentes para ejercer la opción de venta de divisas; en el escenario 1 suponemos que adquirieron las divisas el mismo día en que ejercieron las opciones al precio mínimo del mercado; en el escenario 2

también suponemos que las divisas fueron adquiridas el día del ejercicio, pero al precio promedio del mercado.

#### Escenario 1

En la única subasta en la que se obtuvieron utilidades fue en la primera; mientras los costos sumaron \$1.69 mil millones, los ingresos ascendieron a \$2.78 mil millones, generando utilidades cercanas a \$1.09 mil millones. En las subastas restantes, las pérdidas fueron evidentes: \$414 millones, \$15 millones y \$147 millones, para la segunda, tercera y cuarta subasta, res-

pectivamente. Sumando el resultado de las cuatro subastas, los agentes participantes (bancos y CF) obtuvieron ganancias de \$514.9 millones.

#### Escenario 2

En la totalidad de las subastas, los agentes incurrieron en pérdidas; sin duda, los resultados más pobres se observaron en la segunda subasta (27 de diciembre) con unas pérdidas de \$414 millones. Bajo este escenario, las pérdidas de los agentes ascienden a \$821.4 millones a lo largo de las cuatro subastas put.

### **Cuadro 4**

#### **Ingresos y costos de los participantes en las subastas de opciones put**

##### **ESCENARIO CON CUBRIMIENTO DE TASA DE CAMBIO MINIMA**

	Ingresos netos *	Prima	2x1.000	IVA	Total costos	Utilidad
30-Nov-99	2,779,431,000	800,000,000	768,285,662	120,000,000	1,688,285,662	1,091,145,338
27-Dic-99	0	360,000,000	0	54,000,000	414,000,000	- 414,000,000
27-Ene-00	50,100,000	16,000,000	46,768,200	2,400,000	65,168,200	- 15,068,200
28-Feb-00	0	128,000,000	0	19,200,000	147,200,000	- 147,200,000
<b>Total</b>	<b>2,829,531,000</b>	<b>1,304,000,000</b>	<b>815,053,862</b>	<b>195,600,000</b>	<b>2,314,653,862</b>	<b>514,877,138</b>

\* Venta de dólares al Banco de la República - compra de dólares en el mercado interbancario

##### **ESCENARIO CON CUBRIMIENTO DE TASA DE CAMBIO PROMEDIO**

	Ingresos netos *	Prima	2x1.000	IVA	Total costos	Utilidad
30-Nov-99	1,458,193,000	800,000,000	768,285,662	120,000,000	1,688,285,662	- 230,092,662
27-Dic-99	0	360,000,000	0	54,000,000	414,000,000	- 414,000,000
27-Ene-00	35,040,000	16,000,000	46,768,200	2,400,000	65,168,200	- 30,128,200
28-Feb-00	0	128,000,000	0	19,200,000	147,200,000	- 147,200,000
<b>Total</b>	<b>1,493,233,000</b>	<b>1,304,000,000</b>	<b>815,053,862</b>	<b>195,600,000</b>	<b>2,314,653,862</b>	<b>- 821,420,862</b>

\* Venta de dólares al Banco de la República - compra de dólares en el mercado interbancario

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

#### **¿Y ahora qué?**

Es importante destacar que las pérdidas aquí mencionadas, en buena parte corresponden al pago normal de una prima por un seguro; otra parte corresponde al costo de aprendizaje. Estamos seguros que, de mantenerse en funcionamiento este mecanismo, los agentes aprenderán a definir el precio de las primas de una forma más razonable y se ganará la experiencia para dar mayor profundidad y liquidez a un mercado de opciones en Colombia.

Los intermediarios del mercado cambiario han mostrado gran interés en estos productos. Una clara muestra de lo anterior lo constituye el hecho de que en la totalidad de las subastas, los montos presentados han superado las aprobaciones del emisor en más de US\$370 millones, en promedio.

De ahí la importancia de que el Banco de la República manifieste pronto su intención de convocar a nuevas subastas.