

"Aspectos financieros de la inversión de reservas internacionales de un banco central"

Sr. Ariel Fernández,
Gerente de Operaciones del Banco Central del Uruguay.

I - LA GESTION DE RESERVAS DE UN BANCO CENTRAL

1. ASPECTOS GENERALES

- 1.1 - Estructura de los Activos
- 1.2 - Estructura de los Pasivos
- 1.3 - Disposiciones legales y/o reglamentarias
- 1.4 - Proceso en la toma de decisiones
- 1.5 - Determinación de responsabilidades

2. DELIMITACION DE LOS OBJETIVOS DE INVERSION

- 2.1 - La liquidez
- 2.2 - La seguridad
- 2.3 - La rentabilidad

3. DETERMINACION DE LA POLITICA DE INVERSION

- 3.1 - La asignación de los activos
- 3.2 - Las limitaciones legales y/o reglamentarias
- 3.3 - Aspectos fiscales
- 3.4 - Horizonte temporal de las inversiones

4. DETERMINACION DE LA ESTRATEGIA DE INVERSIONES

- 4.1 - Caracterización del inversor
 - a) Función de utilidad y perfil riesgo/retorno
- 4.2 - Aspectos del mercado
 - a) Consideraciones macroeconómicas
 - b) Restricciones legales
 - c) Restricciones fiscales
- 4.3 - Aspectos específicos del Inversor
 - a) Volúmenes de inversión
 - b) Restricciones de liquidez
 - c) Índice de Activos/Pasivos
 - d) Estructuras de los flujos de caja
 - e) Estructura de los pasivos
 - f) Restricciones legales/reglamentarias
- 4.4 - Horizonte temporal
 - a) Corto plazo
 - b) Mediano plazo
 - c) Largo plazo

4.5 - Riesgo/Retorno de diferentes activos

4.6 - Estrategias Pasivas-Indexación

- a) Elección de un Benchmark y de horizonte de inversión
- b) Tipos de Indices a replicar
- c) Asset/Liability matching (cubrir futuras obligaciones)

4.7 - Estrategias Activas

- a) Es cenario macroeconómico
- b) Pronósticos de tasas de interés, tendencias y volatilidad
- c) Pronósticos de factores que afectan los mercados

4.8 - Diversificación Internacional

- a) Beneficios de la diversificación
- b) Portafolio multimonedas
- c) Moneda de referencia

4.9 - Diversificación de metales

- a) Oro
- b) Otros metales
- c) Volatilidad

5. SELECCION DE LOS ACTIVOS

5.1 - Diversificación por instrumentos/spreads

- a) Letras y Bonos del Gobierno
- b) Títulos de Agentes Gubernamentales
- c) Títulos de Instituciones Internacionales
- d) Depósitos bancarios
- e) Certificados de depósitos de bancos
- f) Valores comerciales
- g) Acciones
- h) Acuerdos de recompra (Repos)
- i) Security lending

5.2 - Relative value

5.3 - Exposición al riesgo

- a) Riesgo crediticio
- b) Riesgo liquidez
- c) Riesgo tasa de interés
- d) Riesgo moneda
- e) Calidad mínima de los valores
- f) Plazo
- g) Concentración

5.4 - Instrumentos de cobertura, derivados

- a) Forwards
- b) Futuros
- c) Swaps
- d) Opciones y Collars

6. MEDICION DE EVALUACION DEL DESEMPEÑO DE LAS INVERSIONES

6.1 - Con relación a un índice de referencia

6.2 - Con relación a un portafolio de referencia

6.3 - A valor de mercado

6.4 - Moneda de referencia

- 6.5 - Periodicidad
- 6.6 - Recursos Humanos y tecnológicos

7. SERVICIO DE CUSTODIA

- 7.1 - Informes mensuales
- 7.2 - Separación de las cuentas
- 7.3 - Acceso a los fondos
- 7.4 - Comisiones

II - ORGANIZACION DE UN DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACION DE RESERVAS EN UN BANCO CENTRAL

III - ADMINISTRACION DE LAS RESERVAS DE UN BANCO CENTRAL

- Por el propio Banco Central
- Por administradores externos
- Ventajas y desventajas

IV - ANALISIS DE CASOS EN LA GESTION DE LA ADMINISTRACION DE LAS RESERVAS

PROCESO GENERAL DE ADMINISTRACION DE RESERVAS

Abarca 5 etapas:

- 1. Delimitación de los objetivos de inversión.
- 2. Determinación de la política de inversión.
- 3. Selección de la estrategia para portafolios.
- 4. Selección de los activos.
- 5. Medición y evaluación del desempeño.

1. DELIMITACION DE LOS OBJETIVOS DE INVERSION

Varía según el tipo de institución financiera.

Los objetivos de inversión son dictados esencialmente por la índole de los compromisos.

Para un Banco Central serían:

- - La liquidez
- - La seguridad
- - La rentabilidad

2. DETERMINACION DE LA POLITICA DE LA INVERSION

Se deberá decidir sobre:

- La asignación de los activos: como deben distribuirse los fondos de la institución entre las principales clases de activos.
- Las limitaciones legales y/o regulatorias: ya sea en cuanto a instrumentos, países, monedas, clasificación crediticia, utilización de derivados (solo con fines de protección y no con fines especulativos).
- Aspectos impositivos: tratamiento fiscal que puedan tener las distintas clases de activos.

3. SELECCION DE UNA ESTRATEGIA PARA PORTAFOLIOS

Debe ser coherente con los objetivos y los lineamientos de la política de la institución.
Se pueden clasificar en:

- - **Estrategias activas**
- - **Estrategias pasivas**

ESTRATEGIAS ACTIVAS: Consideran que los mercados no son completamente eficientes y por lo tanto es posible mejorar el retorno del benchmark. Es fundamental especificar las expectativas acerca de los factores que afectan el desempeño de las distintas clases de activos.

Las estrategias activas en bonos pueden incluir pronósticos de:

- . futuras tasas de interés,
- . futura volatilidad de las tasas de interés y
- . futuros márgenes de rendimiento.

Las estrategias activas en valores extranjeros pueden requerir pronósticos de futuras tasas de interés.

Las estrategias activas en acciones pueden incluir pronósticos de futuras utilidades, dividendos o relaciones precio-utilidad.

ESTRATEGIAS PASIVAS: Se basa en la EFICIENCIA DE LOS MERCADOS.

Se fundamenta en la Teoría de los Mercados Eficientes: en un mercado eficiente los precios reflejan completamente toda la información relevante para valorar los Activos. Implican expectativas mínimas.

La indexación es el tipo común de estrategia pasiva.

Consiste en repetir el desempeño de un índice predeterminado. O sea que se debe alcanzar el desempeño de cierto índice predeterminado.

No es posible ganarle sistemáticamente al mercado.

Un manejo activo de un portafolio no será, en promedio, más rentable que el portafolio del mercado.

ENHANCED INDEXING - INDEXACION REFORZADA (Mejorada)

Entre los extremos de ambas estrategias han surgido las llamadas:

Indexación reforzada (enhanced indexing):

a) cuentan con elementos de las 2 anteriores y consiste en indexar la parte principal de un portafolio (su núcleo) y administrar activamente el saldo.

b) O también un portafolio se puede indexar en principio pero luego se pueden utilizar estrategias de bajo riesgo para acrecentar el retorno del portafolio indexado.

También, en materia de bonos, se utilizan varias estrategias clasificadas como:

ESTRATEGIAS ESTRUCTURADAS PARA PORTAFOLIOS: para ello se requiere el diseño de un portafolio para alcanzar el desempeño de ciertos puntos de referencia predeterminado.

Se utiliza frecuentemente en estrategias para obtener fondos para financiar obligaciones.

¿CUAL ELEGIR ENTRE ADMINISTRACION ACTIVA O PASIVA?

La respuesta, entre otros factores, dependerá de:

(1) del punto de vista del administrador respecto a la eficiencia del mercado para la fijación de los precios, y

(2) de la índole de las obligaciones que deben cumplirse.

- Si el mercado es eficiente en cuanto a los precios, o sea cuando los precios reflejan plenamente toda la información disponible para determinar los valores de los activos, entonces las estrategias activas no producirán retornos superiores en forma consistente luego de ajustarse al riesgo y a los costos operativos.

- Si el administrador no tiene que cumplir un flujo de pagos predeterminado, la indexación parece razonable. Mientras que en el caso de los fondos de pensiones, si indexa su portafolio, el retorno será casi el mismo que el retorno del índice. Puede ocurrir que el índice no proporcione un retorno suficiente para cumplir con las obligaciones del fondo.

4. SELECCION DE LOS ACTIVOS

- - seleccionar los activos específicos,
- - evaluarlos,
- - examinar sus características (si es un bono: cupón, vencimiento, calidad crediticia).
- - en una estrategia activa: identificar los valores mal cotizados.

Aquí el administrador debe intentar construir un portafolio óptimo o eficiente. O sea aquel que proporciona el mayor retorno esperado para un cierto nivel de riesgo, o lo que es lo mismo: el menor riesgo para un determinado retorno esperado.

5. MEDICION Y EVALUACION DEL DESEMPEÑO DE LAS INVERSIONES

Es la última etapa en el proceso de administración de inversiones (técnicamente no es la última etapa dado que la administración de inversiones es un proceso continuo).

Esta evaluación de desempeño debe realizarse en relación a algún punto de referencia: un portafolio de referencia o normal o un "benchmark".

Esta tarea no es sencilla ya que requiere disponer de los recursos humanos y materiales (soporte de tecnología) necesarios.

Si bien un administrador puede tener un desempeño superior al portafolio de referencia, no significa necesariamente que el portafolio cumple con los objetivos de inversión: puede implicar un riesgo mayor, o una menor liquidez.

ESTRATEGIAS ACTIVAS PARA PORTAFOLIOS

Los siguientes factores afectan el retorno de un portafolio:

1. Los cambios en el nivel de las tasas de interés.
2. Los cambios en la forma de la curva de rendimiento.
3. Los cambios en los márgenes de rendimiento entre los sectores de bonos.
4. Los cambios en el margen de rendimiento de un bono en particular.

Un administrador que procura una estrategia activa colocará un portafolio, sujeto a limitaciones regulatorias y/o del cliente, de modo de capitalizar:

- - las expectativas sobre futuras tasas de interés
- - cambios en la forma de la curva de rendimiento
- - cambios en los márgenes intersectoriales

- - cualquier cambio en el margen de rendimiento de un bono en particular.

Estrategias para las expectativas de tasas de interés

La clave de una estrategia activa es la capacidad de pronosticar la dirección de las futuras tasas de interés.

Si un administrador de dinero considera que puede pronosticar exactamente el futuro nivel de tasas de interés, entonces modificará la sensibilidad del portafolio a los cambios en las tasas de interés.

La duración es una medida del riesgo: a MAYOR RIESGO MAYOR RETORNO. Es una medida de la sensibilidad a las tasas de interés:

- se debe aumentar la duración del portafolio si se espera que las tasas de interés bajen, o
- se debe reducir la duración si se espera que las tasas de interés suban.

Si el punto de referencia de un portafolio es un índice de bonos, esto implica aumentar la duración del portafolio en relación al índice de referencia si se espera que las tasas de interés bajen, y reducirla si se espera que las tasas de interés suban.

COMO SE PUEDE MODIFICAR LA DURACION DE UN PORTAFOLIO ?

- Canjeando bonos del portafolio por nuevos bonos que alcancen la duración prevista (swaps de previsión de tasas)
- Un medio más eficiente es utilizando contratos de futuros de tasas de interés: la compra de futuros aumenta la duración de un portafolio, mientras que la venta de futuros la reduce.

El grado en el cual se permite que la duración del portafolio administrado se desvíe de la del índice de referencia se puede limitar.

Esto es a efectos de que un administrador que puede no buscar una estrategia activa basada estrictamente en movimientos de futuras tasas de interés, se sienta tentado a apostar a cambios en las tasas de interés para cubrir un desempeño inferior en relación con un índice de referencia.

Por ejemplo: supongamos que el administrador de dinero es evaluado respecto a un horizonte de inversión de un año y que 3 meses antes de finalizar ese período el desempeño del portafolio está por debajo del índice de referencia. Entonces el administrador se siente incentivado para apostar a los movimientos de tasas de interés. Si el administrador está en lo cierto, el desempeño mejorará y tal vez alcance o supere el del índice de referencia. Si su apuesta fue incorrecta, el subdesempeño respecto del índice aumentará.

COMO SE PUEDE EVITAR O ACOTAR ESTE TIPO DE JUEGO POR PARTE DEL ADMINISTRADOR?

- imponiendo limitaciones al grado en que la duración del portafolio puede variar respecto a la del índice de referencia,
- al evaluar el desempeño del portafolio, descomponer el retorno del portafolio en los factores que generaron dicho retorno: cuanto es atribuible a cambios en el nivel de tasas de interés, y cuanto es atribuible a otros factores.

Existen otras estrategias activas que se basan en pronósticos de niveles de futuras tasas de interés.

Las futuras tasas de interés afectarán el valor de opciones incluidas en bonos rescatables y el valor de opciones de pago adelantado en títulos con garantía hipotecaria: un bono con opción de rescate (por el emisor) que tenga una tasa de cupón por encima de la futura tasa de interés esperada tendrá un desempeño menor a un bono no rescatable.

ESTRATEGIAS ESTRUCTURADAS PARA PORTAFOLIOS: INDEXACION; ~~Error!~~ Marcador no definido.

Las estrategias estructuradas generalmente no tienen en cuenta las expectativas de movimientos en la tasa de interés o cambios en los spread de rendimientos.

Su objetivo es diseñar un portafolio que obtenga el rendimiento de un benchmark predeterminado.

Las metas a alcanzar podrían ser:

1. obtener el retorno de un benchmark específico (índice)
2. obtener dólares suficientes para satisfacer una futura obligación o un futuro flujo de obligaciones.
3. obtener dólares suficientes para satisfacer cada obligación de una futura corriente de obligaciones.

La estrategia de un portafolio de bonos estructurados utilizada para la obtención de los objetivos consiste en replicar un benchmark (referencia) predeterminado.

La naturaleza de los pasivos de una institución determina la estrategia de inversión de un administrador de fondos.

El monto de los desembolsos de caja, dependiendo de si son conocidos o no anticipadamente, así como su desarrollo temporal, dependiendo también de si es conocido o no, serán factores a tener en cuenta para la estructuración del portafolio.

Es decir que cuanto mayor sea la incertidumbre en montos y tiempos, mayor deberá ser la preocupación del administrador en prepararse para obtener suficiente liquidez para pagar sus obligaciones (inquietudes de liquidez).

OBJETIVOS Y MOTIVACIONES PARA UNA INDEXACION DE BONOS

- Indexar un portafolio significa diseñar un portafolio de forma tal que su desempeño (rendimiento) sea igual al rendimiento de un índice predeterminado.
- El rendimiento se mide en términos de la tasa de retorno (o retorno totales) obtenida sobre un horizonte de inversiones.
- El retorno total comprende 3 fuentes de retornos sobre una tenencia de bonos que es:
- Cupón de interés Cambio en el Ingreso
- Retorno Total = recibido + valor del portafolio + Reinvertido Valor del portafolio al inicio del período

La indexación de un portafolio es un fenómeno relativamente reciente (en 1980 muy pocos activos se administraban con estrategias indexadas; hoy día esto se ha multiplicado por más de 1000).

FACTORES QUE HAN MOTIVADO EL INCREMENTO DE LA INDEXACION

1. Cierta evidencia empírica que demuestra que históricamente el rendimiento de los administradores activos (de bonos) ha sido pobre en comparación con la performance relativa de ciertos índices (como ser el de Salomon Brothers).
2. Reducidas comisiones de administración que se cobran por parte de un asesor sobre un portafolio indexado (de 1 a 20 puntos básicos) frente a un portafolio administrado activamente (15 a 20 puntos básicos).
3. Menores comisiones de custodia.
4. Se tiene un mayor control sobre los asesores de inversiones cuando la estrategia es indexada.

CRITICAS A LA INDEXACION

1. Si bien una estrategia indexada iguala la performance de un índice, la performance de ese índice no necesariamente representa un rendimiento óptimo.
2. Igualar un índice no significa que se obtendrá el objetivo de retorno requerido; o que se obtendrá la liquidez deseada en un momento predeterminado.
3. Al igualar un índice, el administrador restringe sus actividades a los sectores de bonos que componen el índice. Puede ocurrir que pierda oportunidades atractivas de invertir en segmentos que no integran el índice.

FACTORES A CONSIDERAR AL SELECCIONAR UN INDICE

Un administrador de fondos que siga la estrategia de indexación lo primero que debe determinar es:

Qué índice de bonos va a replicar?

Existen varios tipos de bonos a elegir, y varios factores que influyen en la decisión:

1er. factor: la tolerancia al riesgo del inversor.

Si el riesgo es inaceptable para él, entonces no debe seleccionar un índice que incluya bonos de empresas dado que esto lo expondrá al riesgo crediticio.

2do. factor: el objetivo del inversor.

Si su objetivo es minimizar la variabilidad de los retornos totales, debe seleccionar un índice que tenga baja variabilidad y que se espera que continúe así (por ejemplo con una duración más corta que otros índices).

- en aquellos casos que el administrador tiene ciertas expectativas acerca de la futura dirección de las tasas de interés, entonces debe seleccionar un índice que espera performe mejor sus expectativas.
- si espera recibir un cierto flujo de caja para atender sus futuras obligaciones, debe seleccionar el índice que mejor iguale los ingresos con sus egresos.

3er. factor: el índice debe estar de acuerdo con las restricciones o regulaciones que se le impongan al administrador: restricciones de invertir en ciertos sectores del mercado (como ser en empresas), o de ciertos topes para invertir en determinados instrumentos.

TIPOS DE INDICES DE BONOS

Existe una amplia variedad de índices que podemos clasificar en:

a) Índices de base amplia: por lo general utilizado por los inversores institucionales tales como Lehman Brothers Agregate Index, the Salomon Brothers Broad Investment-Grade Index, the Merrill Lynch Domestic Market Index.

El sector del mercado de bonos cubierto por esos 3 índices son: La Tesorería, Agencias del Gobierno, Empresas con "Investment Grade", hipotecas, bonos Yankee.

b) Índices de mercados especializados: solo focalizan en una parte específica del mercado de bonos (por ej. de empresas AAA o AA como el de Salomon Brothers)

c) Índices a la medida: o sea que el administrador construye su propio índice benchmark en base a sus objetivos y restricciones.

Metodología para la indexación

1) se selecciona un índice, y

2) se construye un portafolio que concuerde con ese índice.

La discrepancia entre la performance del portafolio indexado y la del índice se le conoce como el "tracking error".

El tracking error se puede producir por:

- - costo de las transacciones para construir el índice
- - diferencias en la composición del portafolio indexado con el propio índice
- - discrepancias entre los precios utilizados para construir el índice y las que utiliza el índice.

Cómo construir un portafolio que replique un índice?

- a) comprar todos los valores que componen el índice de acuerdo con su "peso" en el índice. El "tracking error" puede ser importante por los costos de las transacciones, las reinversiones de principal y cupones, o porque puede ser impracticable comprar todos los valores que componen un índice.
- b) Comprar solo una muestra de los valores que componen el índice: el "tracking error" se puede aumentar como resultado del desajuste entre el portafolio indexado y el índice. En general: cuanto menor sea el número de valores utilizado para replicar el índice, menor será la probabilidad de "Tracking error" debido a los costos de las transacciones, pero mayor la probabilidad de error por desajustes entre el portafolio indexado y el índice.
- c) hoy día se utilizan algunas metodologías más sofisticadas para construir un portafolio que replique un índice, tales como:

i) muestra estratificada (cell approach).

El índice se divide en "celdas" y cada celda representa una característica diferente del índice como ser: rango de duración, rango de vencimiento, sectores de mercado, ranking crediticio, etc.

Los valores que se compran para cada celda serán en el porcentaje que esa celda representa en el total del valor de mercado del índice (por ejemplo si el 30% del total del valor de mercado de todos los valores del índice está dado por Bonos del Tesoro americano, entonces el 30% del valor de mercado del portafolio indexado deberá estar compuesto por Bonos del Tesoro americano).

El mayor o menor número de celdas implica los problemas de costo de las transacciones o desajuste entre portafolio indexado y el índice respectivamente.

ii) Alcance por Optimización (Optimization Approach).

Se construye similar como en i) pero se maximiza algún objetivo específico como ser: los retornos, etc. Requiere una fuerte programación matemática y apoyo computacional.

iii) Minimizar la varianza (Variance Minimization Approach):

El objetivo es minimizar la varianza del "tracking error" en la construcción del portafolio indexado.

Su metodología es muy compleja y se elabora a partir de estimar una función precio para cada valor en el índice sobre datos históricos. Luego que se obtiene la función precio para cada valor, se construye la ecuación de varianza para el tracking error. Y por último el objetivo es minimizar la varianza del "tracking error" en la construcción del portafolio indexado.

Como vemos cualquiera de estas metodologías tienen su mayor o menor complejidad así como otras de naturaleza logística por ejemplo: los precios que utilizan los que construyeron el índice no necesariamente son los precios disponibles para el administrador; diferentes precios "bid" y "ask"; algunos valores que integran el índice pueden no estar disponibles en el mercado; la reinversión inmediata de los cupones puede no estar totalmente recogida en aquellos índices que se publican espaciadamente.

DERIVATIVOS

CONTRATOS DE FUTUROS

Es un acuerdo entre dos partes, un comprador y un vendedor, de intercambiar un determinado activo a un cierto precio en una fecha futura.

Todos los elementos mencionados están especificados en un contrato común a todos los participantes en un mercado activo de futuros.

Cada contrato debe hacerse por un importe específico del activo que se transa, y el precio del contrato se determina en un mercado público por subasta.

A diferencia de los contratos forward (como también los swaps y las opciones), los contratos de futuros están estandarizados para fechas, vencimientos y montos específicos.

FORWARD Y SWAP

Un contrato forward es una obligación contractual entre dos partes de intercambiar un activo específico a un precio fijado en una fecha futura.

Cuando un contrato forward incluye más de un período (y en consecuencia más de una transacción), se denomina swap. Ejemplo: venta contado y recompra futuro.

- - El tradicional swap de tasas de interés es un cambio de pagos fijos de interés por pagos a tasa flotante.
- - Un swap de monedas es un acuerdo para cambiar una divisa por otra a una tasa futura.

OPCIONES

- Una opción es un contrato que da a su poseedor el derecho a vender (opciones PUT) o comprar (opciones CALL) un activo a un precio determinado en una fecha prefijada.
- El activo sobre el que se instrumenta la opción se denomina activo subyacente.
- El precio de compra o de venta garantizado en la opción es el precio de ejercicio (Strike).
- En un contrato de opción, los derechos y obligaciones y, en consecuencia, la posición ante el riesgo del comprador y del vendedor son asimétricas. Así, el comprador tiene el derecho (no la obligación) de comprar o vender (ejercer la opción). Sin embargo el vendedor sólo tiene obligaciones, en el sentido de que tendrá que vender o comprar si el poseedor de la opción decide ejercerla, y en caso contrario no hará nada.
- Un agente económico vende una opción porque recibe una compensación monetaria del comprador. Es decir, los contratos de opción tienen un precio, denominado prima que deberá compensar al vendedor por el riesgo que asume.

CAPS, FLOOR Y COLLARS

Los CAPS y FLOORS son opciones a largo plazo sobre tasas de interés.

- El cap es un contrato generalmente firmado con un banco, por el cual el comprador fija un tope a la tasa de referencia, en nuestro caso la Libor, por determinado plazo.
- Al contratar el CAP se está fijando una tasa de interés techo (strike) de la tasa de referencia, a partir de la cual se acciona la cobertura.
- Si la tasa de interés de referencia supera la strike en la fecha acordada, el vendedor del cap deberá responder por la diferencia entre ambos en ese período.
- Pero si la tasa de referencia no alcanza ese nivel la opción no se ejerce, y el deudor se beneficia en ese período de una tasa más baja. Por lo tanto, cuando se contrata un CAP no se sabe cual será el costo final de la deuda, pero sí se sabe cual podría ser el costo máximo de la deuda; ese máximo es el strike de la tasa de referencia más el spread de la deuda.
- El FLOOR es el instrumento simétrico al CAP. El comprador de un FLOOR se asegura un retorno mínimo.
- Un COLLAR es la compra de un CAP y la venta de un FLOOR. El comprador de un COLLAR se asegura un costo máximo (debido a la compra del CAP) y un costo mínimo (debido a la venta del FLOOR). De este modo el costo de la deuda cubierta queda acotada entre un mínimo y un máximo. Generalmente se contratan este tipo de instrumentos para reducir el costo de contratar sólo CAPs.
- Los CAPS, FLOORS y COLLARS son productos financieros armados a partir de combinaciones de opciones, pero son estándar, y como tales pueden resultar inadecuados en muchas situaciones. Sobre la misma base en que se estructuran los CAPS y FLOORS, es posible confeccionar productos a medida que recojan las necesidades del usuario, donde se aproveche la visión concreta que éste tiene.

OPCIONES DE DIVISAS

I - DESCRIPCION

Una opción es un contrato entre dos partes por el cual una de ellas adquiere sobre la otra el derecho, pero no la obligación, de comprarle o de venderle una cantidad determinada de un activo a un cierto precio y en un momento futuro. De esta definición se desprende que existen dos tipos básicos de contrato de opción:

- - contrato de opción de compra, denominado call
- - contrato de opción de venta, conocido como put.

Dado que el comprador de la opción tiene "el derecho a ejercer" la opción o a "no ejercerla", sólo la ejercerá en aquellos casos en los cuales le convenga, lo que surge de comparar el precio del activo fijado en la opción y el precio del mismo en el mercado. Por el contrario, el vendedor está obligado a cumplir con el contrato cuando dicho ejercicio se produzca, tanto si le conviene como si no. Por lo anterior, el comprador, con el fin de compensar al vendedor por el riesgo asumido, le pagará una prima en el momento de la emisión de la opción. Esta prima constituye el precio de la opción.

Los operadores pueden indistintamente comprar o vender cada uno de estos tipos de contratos, por lo que en el mercado de opciones se pueden dar cuatro tipos de transacciones:

- a) " comprar una opción de compra", es decir adquirir el derecho de comprar el activo subyacente a un cierto precio. Esta operación en la terminología anglosajona se denomina long call.
- b) " comprar una opción de venta", es decir adquirir un derecho de vender el activo subyacente a un cierto precio, lo que se conoce como long put.
- c) "vender una opción de compra", es decir tomar el compromiso de vender el activo subyacente a un cierto precio, también llamado short call.
- d)"vender una opción de venta", es decir tomar el compromiso de comprar el activo subyacente a un cierto precio. Lo que se conoce con el nombre de short put.

Las opciones de compra y las opciones de venta se basan en expectativas opuestas sobre la evolución esperada del precio del activo subyacente. En el caso de la compra de un call, las expectativas son "alcistas" y lo que se busca es fijar el precio de compra futuro del activo ya que se prevé una subida del mismo, y en el caso de la compra de un put, las expectativas son "bajistas". Pero no sólo las expectativas son opuestas, sino que también lo son los riesgos asumidos por el comprador y el vendedor de una opción, ya sea de compra o de venta. Así, mientras el vendedor de una opción incurre en un riesgo de pérdida ilimitado, el comprador de una opción limita su pérdida a la cuantía de la prima pagada. Contrariamente las expectativas de ganancia serán ilimitadas en el caso del comprador y limitadas en el caso del vendedor (prima recibida), ya que el comprador de una opción sólo la ejercerá cuando le convenga mientras que el vendedor no tiene el derecho a elegir.

La necesidad de las empresas de compaginar la flexibilidad que brindan las opciones clásicas con un nivel adecuado de protección del riesgo de cambio y una prima reducida, ha dado lugar a la creación de productos derivados de las opciones y a la combinación de opciones con otros instrumentos financieros, las cuales reciben el nombre de opciones híbridas simples y compuestas.

Dentro de las opciones híbridas compuestas, encontramos las collars.

El collar, también llamada "estrategia del cilindro" es una estrategia utilizada habitualmente por las empresas para reducir el costo de cobertura del riesgo de cambio.

Consiste en la combinación de dos opciones de sentido inverso, compra de un call y venta de un put, o compra de un put y venta de un call, con el fin de reducir el costo de la prima. De ahí que también se conozca con el nombre de "opción con prima cero".

Desde el punto de vista del activo subyacente, las opciones financieras se pueden clasificar en cuatro grandes categorías:

- - opciones sobre acciones
- - opciones sobre divisas
- - opciones sobre tipos de interés

- - opciones sobre índices bursátiles

Las "opciones sobre acciones" son aquellas en las cuales el activo al que se refiere la opción es una acción, dando la posibilidad a su tenedor de comprar o vender una determinada acción a un precio distinto del que tenga en el mercado.

Las "opciones sobre divisas" son aquellas opciones en las cuales el activo subyacente está constituido por el valor de una divisa expresado en términos de otra, generalmente el dólar.

Las "opciones sobre tipos de interés" formalmente suelen instrumentarse como opciones sobre deuda, dada la estrecha relación, de carácter inverso, existente entre el precio del instrumento de deuda y el tipo de interés.

En las "opciones sobre índices bursátiles" el activo subyacente está constituido por un índice representativo de un conjunto de valores mobiliarios, de renta variable, cotizados en un mercado bursátil determinado.