

❖ Por Renmax Sociedad de Bolsa S.A.

Nuevas alternativas para realizar cobertura cambiaria: swaps en UI

Con el objetivo de fomentar el desarrollo de un mercado de coberturas cambiarias, el Banco Central del Uruguay comenzó recientemente a operar dólares a término. Como resultado, los agentes disponen ahora de un mecanismo de cobertura para su exposición de corto plazo al tipo de cambio nominal. En este artículo proponemos el desarrollo de un mercado de swaps en Unidades Indexadas (UI), instrumento que consideramos más apropiado para empresas expuestas al tipo de cambio real¹, y con necesidad de cobertura por plazos más extensos.

Uno de los principales problemas de las empresas en países emergentes es el descalce entre activos y pasivos en moneda extranjera. Esto las hace vulnerables a una devaluación de la moneda local, y en casos extremos provoca como consecuencia severas crisis de confianza tanto en el sistema bancario, como sobre la solvencia del estado. Por tal motivo, las autoridades económicas de nuestro país se comprometieron frente al FMI a fomentar el desarrollo de mercados de cobertura cambiaria. La cotización de un contrato de dólares a término apunta en esta dirección.

Cabe notar que a lo largo de los años han existido varios intentos de desarrollar un mercado a término, pero dichos esfuerzos no lograron despertar el interés de los agentes. En nuestra opinión la explicación para este fenómeno se debe encontrar en los altos costos de cobertura, lo que refleja una escasa oferta de venta de dólares a futuro. El hecho de que haya pocos vendedores de cobertura evidencia la falta de interés del sector privado, generando dudas sobre las posibilidades de continuidad futura del mercado.

¹ El ejemplo más claro de exposición al tipo de cambio nominal es el de los activos monetarios. Sin embargo, el concepto de exposición económica es más amplio, e incluye la variación en el valor de la empresa como consecuencia de variaciones en el tipo de cambio. En este caso, es más relevante la variación del tipo de cambio real, ya que tiene en cuenta tanto la variación de la moneda como la inflación.

Para poder estructurar un contrato de cobertura adecuado a las necesidades de los agentes, es necesario tener en cuenta algunos aspectos relevantes:

- La cotización a futuro del dólar está determinada por una relación de arbitraje que depende de la cotización del dólar al contado y el diferencial de tasas de interés entre pesos y dólares. Esto significa que la empresa que compra dólares a futuro implícitamente está contratando un préstamo en pesos a la tasa de interés vigente en el mercado.
- La tasa de interés nominal en pesos tiene tres componentes: la tasa real de interés, la inflación esperada, y una prima de riesgo por inflación. A modo de ejemplo, si la tasa de interés nominal a 90 días es de 20%, la tasa real de corto plazo de 5% y la inflación esperada de 10% p.a., la prima por inflación implícita es de 5%. De modo que quien se financia a tasa nominal, está pagando implícitamente una prima de 5% para compensar a quien asume el riesgo de prestar pesos.

Si se lograra establecer un mecanismo de cobertura donde la tasa de interés relevante fuera la real y no la nominal, se reduciría sensiblemente el costo de la cobertura cambiaria. Un contrato con tales características mejoraría la capacidad de las empresas de reducir sus descalces y contribuiría a reducir el riesgo de cambio implícito en el sistema bancario.

Para ello, es necesario contar con una curva de rendimientos reales, disponible hoy en Uruguay a través de los títulos en Unidades Indexadas emitidos por el BCU. En segunda instancia, es conveniente contar con un título en dólares emitido por el BCU, a efectos de tener una referencia de tasa en esa moneda para el mismo emisor. Con estos dos elementos es posible desarrollar un mercado de swaps de UI por dólares, instrumento que desarrollamos a continuación.

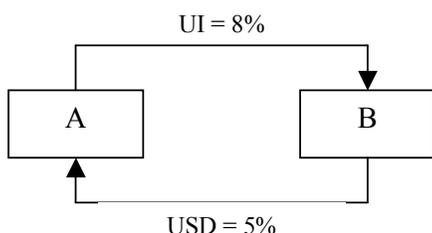
Swaps de UI por Dólares: funcionamiento

Supongamos que encontramos una Empresa "A" (importador) con necesidad de comprar

USD 100,000 a un año, y una Empresa “B” (exportador) con necesidad de vender igual cantidad de USD a la misma fecha. En ambos casos la contrapartida de los USD son UI.

Existe la posibilidad que ambas contraten un swap con las siguientes características:

- “A” se compromete a pagar al vencimiento el capital original convertido en UI más una tasa de interés en dicha moneda.
- “B” se compromete a pagar el capital en USD más una tasa de interés en dicha moneda.



Supongamos que las cotizaciones de mercado al inicio eran:

| | |
|--------------------------|--------|
| Tasa de interés UI: | 8% |
| Tasa de interés USD: | 5% |
| UI: | 1.4500 |
| Tipo de cambio Peso/USD: | 27.50 |

Partiendo de un capital de USD 100,000 determinamos la contrapartida en UI realizando el siguiente cálculo:

$$\text{Capital(Pesos)} = 100,000 \times 27.50 = 2,750,000$$

$$\text{Capital(UI)} = 2,750,000 / 1.45 = 1,896,552$$

Al cabo de un año las cotizaciones de mercado son:

| | |
|--------------------------|--------|
| UI: | 1.6000 |
| Tipo de cambio Peso/USD: | 29.00 |

Con esta información podemos calcular los flujos de caja en USD y Pesos al vencimiento del contrato:

“A” paga a “B”:

| | |
|-----------------|-----------|
| Capital (UI): | 1,896,552 |
| Intereses (8%): | 151,724 |
| C+I (UI): | 2,048,276 |

| | |
|--------------|-----------|
| C+I (Pesos): | 3,277,242 |
| C+I (USD): | 113,008 |

“B” paga a “A”:

| | |
|-----------------|---------|
| Capital (USD): | 100,000 |
| Intereses (5%): | 5,000 |
| C+I (USD): | 105,000 |

El swap se puede estructurar de modo que los flujos de caja periódicos se compensen -en nuestro ejemplo es un único flujo al final-, reduciendo así el riesgo de crédito y los costos de transacción. En este caso, existe una obligación neta de “A” hacia “B” según se detalla a continuación:

| | |
|-----------------------------|---------|
| Obligación de A (USD): | 113,008 |
| Obligación de B (USD): | 105,000 |
| Obligación neta de A (USD): | 8,008 |

En este caso la transacción resultó favorable a “B” y desfavorable a “A” por una cifra aproximadamente igual al 8% del capital. A efectos de identificar el origen esta diferencia, la podemos descomponer en tres factores:

| | |
|---------------------------------------|-----|
| Diferencial de interés ² : | 3% |
| Depreciación USD: | -5% |
| Inflación: | 10% |
| Pérdida neta (para A) | 8% |

Del ejemplo se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- Si la inflación es igual a la devaluación, i.e. no hay “atraso” o “adelanto” cambiario, el costo de la cobertura es de 3% p.a., igual al diferencial de tasas de interés.
- Si la inflación excede a la depreciación del USD, “B” se beneficia y “A” se perjudica. Ocurre lo inverso si la depreciación del USD excede a la inflación. En virtud de ello, se puede ver al contrato como un mecanismo de cobertura de la inflación en USD.

De la mecánica de funcionamiento del contrato, surge que el swap constituye un instrumento interesante para realizar coberturas cambiarias de mediano plazo. A continuación se explicará su utilidad para exportadores, empresas del sector no-transable e inversionistas.

² Se refiere a la diferencia entre la tasa de interés en UI y USD, en este caso 3%. Como A paga UI y recibe USD, la diferencia es una pérdida.

Coberturas para el sector exportador

Este instrumento ofrece una cobertura muy adecuada a las necesidades del sector exportador, preocupado por una eventual inflación en dólares que le restaría competitividad.

En el ejemplo anterior “B” asume el rol del exportador, obteniendo un beneficio de 8% en el contrato, de los cuales 3% corresponde al diferencial de interés y 5% a la inflación en USD.

Una forma alternativa para el exportador de generar esta cobertura sería contratar un pasivo en USD e invertir los fondos resultantes en un bono en UI³. En este caso obtendría un beneficio de 3% p.a. correspondiente al diferencial de intereses, y un rendimiento adicional dependiendo de la inflación en USD. Esto se debe a que en ese escenario su activo se revalúa más que el pasivo, estando el primero ligado a la UI y el segundo al USD. De esta manera el exportador tiene la posibilidad de compensar las pérdidas originadas por la inflación en dólares.

Coberturas para el sector no transable

El sector no transable se encuentra en la situación opuesta a la del exportador. Sus ingresos son en su mayoría locales y dependen más de la evolución de la inflación que del USD. Por otra parte, la mayor parte de ellas contrae deuda en USD, por lo que tienen descalces importantes.

En períodos de recuperación económica como la actual, la entrada de capitales y el crecimiento económico generan inflación en USD, por lo que estas empresas se benefician. Por el contrario, estas empresas se deben proteger de escenarios que implican una depreciación real del peso. Por tal motivo, deberían estar interesadas en contratar swaps donde pagan UI y reciben USD.

Inversionistas internacionales

Para la existencia de todo mercado de derivados es condición necesaria la existencia de compradores y vendedores naturales, como los casos vistos anteriormente. Sin embargo, la

liquidez del mercado depende de la existencia de especuladores que puedan cubrir los excesos de demanda u oferta temporales, obteniendo a cambio una prima de riesgo a su favor.

En el artículo anterior sobre el mercado de UI hicimos referencia al creciente interés que algunas instituciones internacionales han demostrado por adquirir instrumentos denominados en esta nueva moneda. Sin embargo, al momento de invertir se enfrentan con dos limitantes que son muy relevantes para ese tipo de inversores⁴: la ausencia de apalancamiento y las dificultades para hacer coberturas cambiarias.

Una forma de ganar exposición en UI sin necesidad de involucrarse directamente en los mercados de cambios y bonos -y los consecuentes costos de transacción-, sería contratar un swap donde reciben UI y pagan USD. De ese modo se encontrarían en la situación de B, obteniendo un retorno positivo en la medida que los precios en USD no disminuyan más allá del diferencial de tasas de interés.

Algunas consideraciones finales

El desarrollo de un mercado de swaps traería aparejado una disminución de los descalces del sector privado, determinando una disminución del riesgo de cambio implícito en el sistema bancario.

Adicionalmente, fomentaría la participación de inversionistas extranjeros interesados en el mercado de UI, permitiendo una reducción en las tasas de interés reales y una menor carga de intereses para el país.

³ Esta alternativa es más difícil por las restricciones crediticias a las que se encuentran sujetas las firmas uruguayas.

⁴ Se trata fundamentalmente de hedge-funds especializados en países emergentes.