

Performance de las UI's en el 2004

Introducción

Las Notas en Unidades Indexadas (UI) han tenido una performance destacada en el año 2004. En el presente artículo, se analizan los rendimientos de las mismas, se comparan dichos rendimientos con los de los bonos globales locales y con instrumentos ajustados por inflación de otros países y finalmente se realiza un análisis de sensibilidad para los rendimientos de estos instrumentos para el presente año.

Emisiones en UIs y sus rendimientos en el 2004

El BCU comenzó a emitir Letras en Unidades Indexadas en Setiembre de 2002. Estas Letras pagan un cupón real sobre el capital ajustado por la evolución del IPC. Durante el año 2004 se emitieron 7.908 millones de Unidades Indexadas a 1, 2, 3, 5 y 10 años. El 57% del total fue emitido por el BCU y el 43% restante por la Tesorería del Gobierno. A fines de 2004 el circulante de letras y notas en UI's era de 10.608 millones de UI's, lo que representaba unos 600 millones de dólares que significan aproximadamente el 5% del PBI.¹

Las razones principales por las cuales el gobierno ha decidido comenzar a emitir en UI son:

- Contribuir al proceso de desdolarización de la economía. De esta manera se hace más efectivo el uso de la política monetaria. Por otro lado se reduce la exposición a riesgos cambiarios de los agentes.
- Buscar un instrumento mas atractivo, tanto para el inversor como para el emisor. Para el primero, lo beneficia ya que le asegura a vencimiento una rentabilidad real, protegiéndolo de eventuales shocks no esperados en el nivel de precios. Para el segundo, la emisión en UI le permite bajar los costos de financiación en su moneda. Cuando un país emite bonos nominales en su moneda (por ejemplo Letras en pesos), los inversores exigen una rentabilidad mayor como manera de ser compensados por futuros shocks inflacionarios no esperados. Sin embargo, cuando emite en UI, elimina esa prima de riesgo inflacionaria que exigían los inversores y por lo tanto, abaratan el costo de financiación en la moneda local.

Inicialmente, la demanda por este tipo de bonos no fue importante. Esto se debió principalmente a que la primera emisión se hizo tres meses después de una devaluación importante, en una economía muy dolarizada como la uruguaya, donde los inversores piensan en términos de dólares y no en moneda local.

¹ <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/oplode/circulanteui.xls>

En el cuadro 1 podemos apreciar las distintas Series de Letras de Regulación Monetaria que fueron emitidas previo al 2004 y el rendimiento que dichas emisiones arrojaron en dicho año. La rentabilidad esta calculada tanto en UI, como en dólares y pesos.

Cuadro 1: *Rendimiento de las emisiones en UI en el 2004*

Serie	TIR Promedio 2004		
	UI	USD	\$
2	10.1%	31.1%	19.3%
3	11.3%	32.5%	20.6%
4	11.4%	32.6%	20.7%
5	10.1%	31.1%	19.3%
6	14.1%	36.1%	23.7%
7	11.3%	35.9%	20.1%
Promedio	11.4%	33.2%	20.6%

El rendimiento promedio de las emisiones medida en UI fue de un 11.4%. Hay que tener en cuenta que esa es una rentabilidad real, lo cual implica que quien mantuvo estos instrumentos durante el 2004, a fin de año pudo comprar un 11.4% mas bienes y servicios que al inicio del año.

Por otro lado, notamos que el rendimiento promedio en pesos fue de un 20,6%; lo cual refleja la inflación de aproximadamente 8% que hubo en el 2004 mas el rendimiento en UI de 11%.

El rendimiento promedio en USD fue de un 33,2% lo cual refleja la apreciación del peso uruguayo durante dicho año².

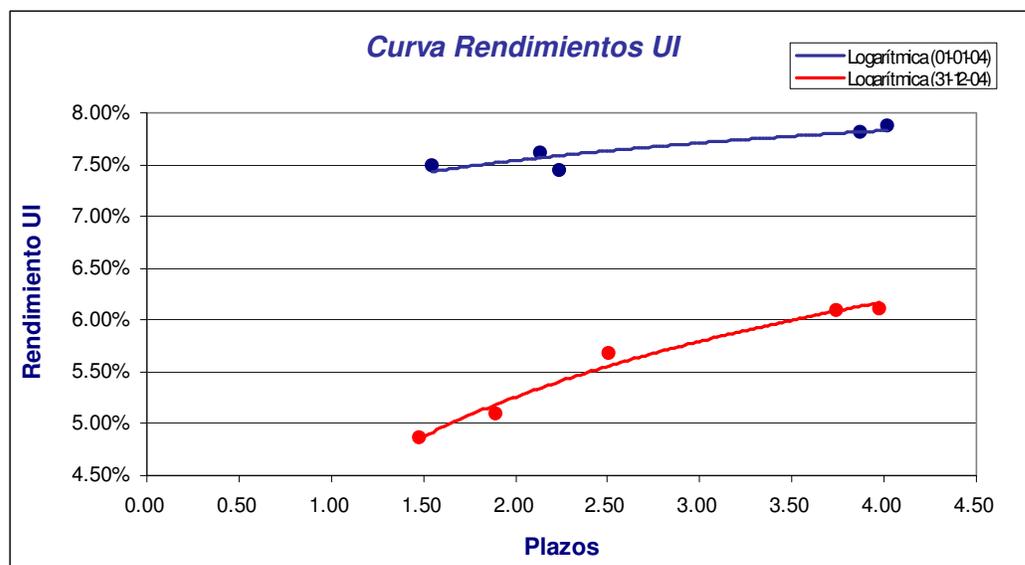
Análisis mas detallado de la rentabilidad en USD

Existen diferentes variables que explican el alto rendimiento en dólares que han tenido las emisiones en UI: la más importante de ellas es la inflación en dólares que se registro en el 2004 la cual explica el 60% del rendimiento en dólares³

Otro de los factores que incidió en la buena performance de este instrumento es el aumento en los precios que han tenido estas emisiones a medida que transcurría el año, reflejándose el mismo en el siguiente gráfico.

² Rendto USD \approx Rendto UI + Δ UI/UI - Δ TC/TC

³ véase en el cuadro 2 que la inflación explica en el promedio de las emisiones un 27.35% y la apreciación del peso uruguayo un 32.18%, lo cual en conjunto representan un 59,53%.



— Inicio de 2004 — Fin de 2004

Tal como se observa en el gráfico, los rendimientos al inicio del 2004 de las diferentes emisiones en UI se situaban en el entorno del 7.50%. Si tomamos los precios al final del 2004, vemos que los rendimientos promedios bajaron para situarse en el entorno del 5.50%.

Si bien es cierto que los mercados emergentes en general han tenido un buen desempeño durante el año 2004, en particular la demanda de Letras y Notas en UI fue creciente a lo largo de todo el año. Esto motivo una suba de los precios, o lo que es lo mismo, una baja en el rendimiento durante el transcurso del año. Dicho aumento de precios contribuye en un 7.81% de la rentabilidad total medida en dólares.

Cuadro 2: Implicancia de las diferentes variables en el rendimiento en dólares

Participación de cada variable en el rendimiento en dolares total					
Instr.	Precio	Cupón	Inflación	Apreciación cambiaria	Total
Serie 2	0.75%	36.04%	29.77%	33.44%	100%
Serie 3	5.11%	34.45%	28.46%	31.97%	100%
Serie 4	5.38%	34.36%	28.39%	31.88%	100%
Serie 5	1.54%	35.75%	29.54%	33.17%	100%
Serie 6	15.33%	29.75%	25.87%	29.05%	100%
Serie 7	18.77%	25.58%	22.06%	33.60%	100%
	7.81%	32.65%	27.35%	32.18%	100.00%

Comparación Con Bonos Globales en USD:

Tal como vimos, la rentabilidad promedio medida en dólares de los bonos en UIs fue de 33.2%, mientras que, como se expone en el cuadro 3, la rentabilidad promedio de los bonos globales más líquidos fue de un 30.7%.

Cuadro 3: *Rentabilidad de Bonos Globales en 2004*

Instrumento	Vencimiento	Tasa	Rend USD
Global 2008	23-03-19	7.50%	31.8%
Global 2011	15-02-11	7.25%	22.4%
Global 2015	15-03-15	7.50%	30.3%
Global 2033	15-01-33	7.875%	38.3%
Rentabilidad promedio			30.7%

En el cuadro 4, se comparan los rendimientos en dólares de las distintas series de UI con los bonos globales en dólares. Podemos notar que en promedio, las UI superaron en términos de rendimientos a los bonos en 252 puntos básicos o lo que es lo mismo, en un 2,52%.

Cuadro 4: *Rendimiento de la UI vs. Rendimiento de Bonos Globales*

Spread	Bono 2008	Bono 2011	Bono 2015	Bono 2033	Promedio	Pbs.
Serie 2	-0.7%	8.8%	0.8%	-7.1%	0.4%	45
Serie 3	0.7%	10.1%	2.2%	-5.8%	1.8%	180
Serie 4	0.7%	10.2%	2.3%	-5.7%	1.9%	188
Serie 5	-0.8%	8.7%	0.8%	-7.2%	0.4%	36
Serie 6	4.3%	13.7%	5.8%	-2.2%	5.4%	540
Serie 7	4.1%	13.6%	5.6%	-2.3%	5.2%	524
						252

Comparación Con Bonos en pesos Argentinos ajustables por CER⁴:

Al igual que el Uruguay comenzó a emitir bonos en moneda local ajustados por inflación, Argentina también lo ha hecho. El instrumento utilizado por Argentina se llama NOBAC, y son notas emitidas por el Banco Central de la Republica Argentina (BCRA) a 4 años de plazo.

Las NOBAC rindieron en promedio aproximadamente un 15% en dólares en el año 2004. Esto es 1.500 puntos básicos menos que el rendimiento que arrojaron las UI's.

Los rendimientos actuales de las NOBAC se han comprimido mucho debido a las expectativas de inflación en dólares que el mercado pronostica. Tal es así, que se están emitiendo letras en pesos argentinos ajustadas por el CER a rendimientos reales negativos.

⁴ El CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia) es un coeficiente de indexación

Perspectivas de rentabilidad de las UI en el 2005

Independientemente del análisis realizado hasta ahora sobre los rendimientos de los títulos emitidos en UI durante el año 2004, intentaremos plantear diferentes escenarios de cuales pueden ser los rendimientos en dólares en el presente año.

El trabajo se realizó en base a las Notas de Tesorería en UI a 5 años que licita actualmente el Banco Central del Uruguay (BCU)⁵, y para ello se supuso que la expectativa de inflación para el año 2005 concuerda con la expectativa que tienen los diferentes agentes en las encuestas que realiza el BCU. De allí surge que la inflación esperada para el 2005 es de 6.83%⁶

Tomando ese supuesto como real, y teniendo en cuenta los cupones a cobrar en UI, nos restaría hacer el supuesto de cual va a ser el rendimiento al vencimiento de los bonos en UI al final del 2005 y cual va a ser el tipo de cambio al cierre del ejercicio.

El cuadro 5, que es un cuadro de doble entrada de tipo de cambio y de la TIR a vencimiento futura (31/12/05) de la LRM a 5 años, nos permite ver cual sería el rendimiento en dólares en base a esos supuestos.

A modo de ejemplo, si el rendimiento al 31 de Diciembre del 2005 de la licitación de este bono a 5 años en UI es del 5% (rendimiento similar a los que se dan en las licitaciones actuales) y el tipo de cambio al final del periodo es de \$ 26, el rendimiento en dólares que tendría un inversor que hubiera comprado la letra en UI a 5 años de plazo al comienzo del año sería del 17%.

Cuadro 5: *Rendimiento en dólares de la LRM en UI a 5 años para 2005*

TIR UI 5 años el 31/12/05	Tipo de Cambio al 31/12/05						
	20	22	24	26	28	30	32
1%	69%	54%	41%	30%	21%	13%	6%
2%	65%	50%	37%	27%	18%	10%	3%
3%	60%	46%	34%	23%	15%	7%	0%
4%	56%	42%	30%	20%	12%	4%	-2%
5%	52%	38%	27%	17%	9%	2%	-5%
6%	48%	35%	24%	14%	6%	-1%	-7%
7%	45%	32%	21%	11%	3%	-3%	-10%

⁵ <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/oplode/eminotastesui5.htm>

⁶ <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/peiees/enc/iees05i0305.pdf>