

## CONTRATOS A TÉRMINO DE UIs POR DÓLAR

En un artículo anterior sobre swaps en UI mencionábamos la necesidad del desarrollo de un mercado de swaps en Unidades indexadas, instrumento que considerábamos muy apropiado para empresas expuestas a variaciones en el tipo de cambio real.

Recientemente el BCU comenzó a realizar operaciones a término<sup>1</sup> de UI contra USD. Durante los primeros diez días de febrero de 2006, el BCU compró USD 5 millones a un plazo de un año a una cotización entre 15.60 y 15.75. Un contrato a término es un contrato por el cual una de las partes se obliga a comprar y la otra a vender una cantidad de un bien a una fecha determinada y a un precio fijado hoy.

Esta iniciativa del BCU tiene como objetivo darle mayor fluidez, información y transparencia al mercado, permitiendo a empresas la realización de coberturas cambiarias de manera más efectiva que utilizando los forwards de pesos por dólar.

Las tres principales razones por las cuales se operan forwards en los mercados financieros son: especulación, cobertura y arbitraje.

La más relevante y motivo primordial que llevó al BCU a acelerar la introducción de estos forwards fue la de cobertura. Varias empresas que presentaban fuertes descalces de moneda en sus balances, han tenido dificultades financieras como resultado de grandes movimientos cambiarios. Esto ha llevado al mercado a hacer mayor hincapié en los riesgos que corren sus negocios; y la idea del BCU fue introducir este forward de UI/USD para que el mercado cuente con las herramientas necesarias para realizar cobertura cambiaria.

Con la introducción de los forwards UI/USD, se podrá comparar y por ende arbitrar instrumentos denominados en dólares con otros denominados en unidades indexadas y en pesos. Se podrá comparar la inflación en dólares esperada que se obtiene a partir de la cotización forward vs la que se obtiene del diferencial de tasas de las letras denominadas en dólares y UIs<sup>2</sup>. Esta información contribuirá a realizar más transacciones y por lo tanto brindarle mayor liquidez y transparencia a los mercados.

### Aproximación al forward UI/USD

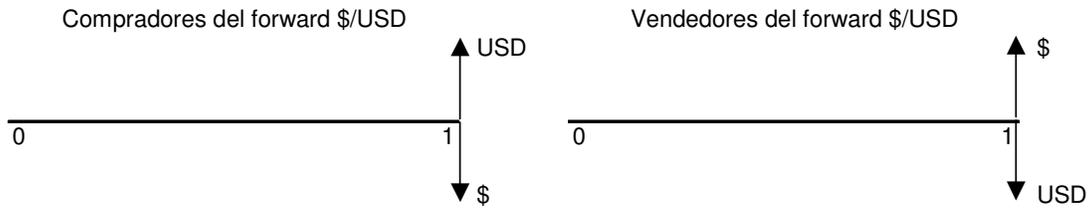
El forward de \$/USD funciona de la siguiente forma:

En una fecha en el presente (momento 0) se contrata el forward pactando el precio, la cantidad y la fecha a liquidar la operación (momento 1). Al vencimiento del forward el comprador va a entregar pesos y recibir dólares y el vendedor va a entregar dólares y recibir pesos.

---

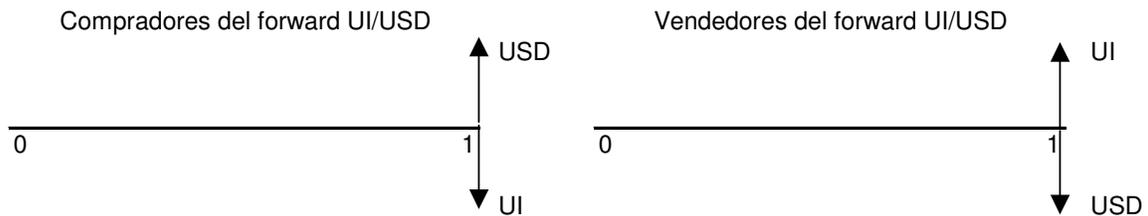
<sup>1</sup> En inglés conocidos como contratos forward

<sup>2</sup> En este razonamiento, no estamos considerando las primas de riesgo de inflación y devaluación así como las primas de riesgo crediticio de los emisores de las distintas tasas de interés.



En el caso del forward UI/USD el comprador va a recibir en el momento 1 dólares y entregar Unidades Indexadas.

Por otro lado el vendedor va a entregar USD y recibir Unidades indexadas o lo que es lo mismo va a recibir una cantidad de pesos determinada por la cotización de la UI en el momento 1



### Análisis del precio del forward

La cotización a término se determina por una relación de arbitraje entre la cotización spot y las tasas de interés de las respectivas monedas. Esto es así porque un contrato a término puede ser replicado en teoría mediante operaciones en los tres mercados anteriores. La fórmula para el caso de UI /USD sería la siguiente:

$$F_{UI/USD} = S_{UI/USD} \times (1 + r_{UI}) / (1 + r_{USD})$$

$F_{UI/USD}$  : Tipo de cambio forward de unidades indexadas por dólar para el plazo pactado

$S_{UI/USD}$  : Tipo de cambio spot de unidades indexadas por dólar (\$/USD / \$/UI)

$r_{UI}$  : Tasa de interés en Unidades indexadas al plazo del forward

$r_{USD}$  : Tasa de interés en dólares (en general se utiliza la Libor) al plazo del forward

Si vemos las operaciones forward de UI/USD que ha hecho el BCU, vemos que las mismas han sido a valores de entre 15,75 y 15,60. A partir de la cotización forward, spot y la tasa en dólares, podemos extraer la tasa en UIs que queda implícita en esos forwards:

Ultimo precio operado: 15,60 UIs por dólar.

$$15,60 = 24,20 / 1,5270 \times (1 + r_{UI}) / (1 + 5,10\%)$$

De esta manera, podemos extraer la tasa implícita en unidades indexadas. La misma es de 3% anual.

### ¿Quiénes son los potenciales compradores / vendedores del forward?

Los potenciales vendedores del forward son los exportadores ya que les ofrece una cobertura muy adecuada ante una eventual inflación en dólares que les restaría competitividad.

Los potenciales compradores del forward serán aquellos que tengan en sus balances activos en UIs y pasivos en dólares; y por lo tanto estén interesados en cubrir este descalce. No vemos un comprador natural de este instrumento.

Los vendedores del forward UI/USD se están protegiendo ante una eventual inflación en dólares menor a la esperada, mientras que los compradores de dicho forward se están protegiendo ante una eventual inflación en dólares mayor a la esperada.

En contraste, los vendedores del forward \$/USD se están protegiendo ante una eventual apreciación del peso mayor a la esperada, mientras que los compradores de este forward se están protegiendo ante una eventual devaluación del peso mayor a la esperada.

En el mercado local se realizaron relativamente pocas operaciones de este tipo de forward. Esto se debió al poco interés del lado de la demanda debido a la falta de un comprador natural de dicho forward. Otra posible explicación es la sofisticación del forward, que como planteamos anteriormente no cubre riesgos de devaluación sino de inflación en dólares.

### ¿Por qué puede ser más efectivo hacer un forward UI/USD en lugar de \$/USD?

En general las empresas tienen costos en pesos que se ajustan por inflación (o algún índice que evoluciona con una alta correlación al IPC) como son los costos laborales domésticos (sueldos). Es lógico entonces que las empresas prefieran cubrir esos pasivos con activos de la misma naturaleza y es por esta razón que le será más efectivo recibir UIs en lugar de pesos contra los dólares que entregará en el futuro.

Si los precios suben más de lo esperado y vendí forward \$/USD en lugar de UI/USD, voy a tener una pérdida ocasionada porque los costos en pesos que tendré que pagar serán mayores a los pesos que recibiré por haber hecho el forward; mientras que si vendo forward UI/USD, recibiré UIs y por lo tanto podré cubrir los costos ajustados por inflación que tendré que pagar en pesos.

Una empresa exportadora está fielmente representada en este ejemplo ya que está expuesta al tipo de cambio real y no al nominal.

### Comentario final

El desarrollo de este mercado dependerá no tanto del BCU sino del interés en generar coberturas por parte del sector privado. Un primer paso en esa dirección es lograr una mayor difusión de la utilidad de estos instrumentos para reducir los riesgos cambiarios.