

La UI y el retorno de Uruguay a los Mercados Internacionales

El retorno de Uruguay a los mercados internacionales de capitales estuvo marcado por una emisión de deuda en Unidades Indexadas (UI), seguida recientemente por un bono en Pesos protegido por la devaluación. Este artículo examina los motivos que llevan a los inversionistas internacionales a adquirir títulos en UI.

A dos años de su creación, los títulos locales denominadas en UI constituyen el 23% del stock total de letras emitidas por el gobierno¹, a su vez la deuda total en UI representa el 4% del total de deuda pública. A la fecha, el BCU ha colocado ocho series de Letras de Regulación Monetaria en UI por un total de U\$S 225 millones². Por otra parte, el Gobierno Central ha emitido dos series de Letras de Tesorería por U\$S 57 millones y ha colocado en el mercado internacional una emisión³ por un total de aproximadamente U\$S 288 millones. Los principales demandantes locales de instrumentos en UI han sido inversores institucionales, principalmente AFAPs y Compañías de Seguros. Sin embargo, las emisiones internacionales han evidenciado un significativo interés por parte de fondos de inversión radicados en los Estados Unidos⁴.

Teniendo en cuenta que los inversores de mercados emergentes adquieren habitualmente títulos de renta fija denominados en dólares o euros, consideramos de interés explicar los factores que los motivan a adquirir títulos en UI.

Los bonos ajustables por inflación son esenciales en un portafolio diversificado

¹ Incluye deuda de la Tesorería y del Banco Central del Uruguay.

² Para obtener el monto en USD se utilizó un TC de 29.40 y valor UI 1.407

³ Se realizó una primera colocación en Octubre del 2003 por U\$S 200 millones, y una ampliación en marzo de 2004 por U\$S 88 millones.

⁴ El 83% de la emisión internacional fue colocada a inversores extranjeros.

Los gobiernos de muchos países desarrollados emiten regularmente bonos en su moneda local ajustables por inflación⁵. En todos los casos, los principales demandantes de esos bonos son los fondos de pensión domésticos, que los consideran un instrumento ideal para alcanzar sus objetivos⁶, los que no pueden ser obtenidos únicamente con bonos nominales y acciones.

Los bonos nominales aseguran una tasa interna de retorno nominal, pero el capital se encuentra desprotegido frente a la inflación no esperada. Por ejemplo, si se adquiere un bono del Gobierno Americano a un plazo de 10 años y tasa fija por valor nominal de U\$S 10,000, el capital al vencimiento experimenta una pérdida de poder adquisitivo. Si la inflación promedio en EEUU es del 3% anual, al vencimiento el inversor tendrá U\$S 7.441 en moneda constante, lo que implica una pérdida real de 26%. Para protegerse, el inversor puede adquirir Bonos Ajustables por inflación (TIPS⁷), cuyo valor nominal se ajusta perfectamente a la inflación, de modo que al vencimiento tendrá un valor nominal de U\$S 13.439, preservando así su poder adquisitivo.

Estudios empíricos sobre la inflación en los EEUU revelan que en el período comprendido entre la post-guerra y principios de la década del 80 - salvo por un breve lapso de cinco años -, los tenedores de bonos nominales sufrieron retornos reales negativos⁸.

Además de garantizar retornos estables en términos reales, estos instrumentos también contribuyen a diversificar el riesgo de un portafolio. En primer lugar, su baja correlación con las clases tradicionales de activos genera importantes beneficios de diversificación. Según

⁵ Actualmente los gobiernos de EEUU, Canadá, Francia, Italia, Suecia, Inglaterra y Australia emiten regularmente bonos ajustables por inflación en sus propias monedas.

⁶ El objetivo de un fondo de pensión es maximizar el valor real de las pensiones, en este contexto un bono indexado a la inflación cumple el rol de "activo seguro" mientras que los bonos nominales y acciones se utilizan con fines más especulativos.

⁷ Treasury Inflation Protected Securities, emitidas por el Tesoro de los EEUU.

⁸ Jones, Charles and Wilson, Jack. "The Changing Nature of Stock and Bond Volatility". Financial Analysts Journal, Jan/Feb 2004.

estudios recientes, los TIPS a 10 años tienen una correlación de aproximadamente 0.90 con bonos nominales de similar vencimiento, y de -0.50 respecto a un índice de acciones⁹. En segundo lugar, la variabilidad de sus retornos es menor que la de los bonos nominales. El resultado de los dos efectos es que un portafolio eficiente debería incluir un porcentaje sustancial en activos ajustados por inflación¹⁰.

Demanda de inversores internacionales

Dadas las consideraciones de la sección anterior, es natural que al momento de decidirse por adquirir bonos uruguayos los inversores internacionales consideren a los títulos en UI como una opción atractiva. Estos inversores no tienen obligaciones en Pesos ajustables por inflación –como es el caso de las AFAPs–, por lo que su demanda no puede explicarse por un motivo de cobertura. Concretamente, el comprador extranjero procura obtener un rendimiento en dólares superior por unidad de riesgo Uruguay asumido. A continuación vamos a analizar cuáles son los principales factores que fundamentan la demanda de UI:

- a) Retorno esperado en dólares: quien decide invertir en Uruguay lo hace porque considera que sus perspectivas son positivas en términos de crecimiento económico y solvencia fiscal. En un escenario de recuperación sería normal esperar una tasa de inflación superior a la depreciación del peso, lo que se traduciría en un retorno de la UI superior al dólar¹¹.
- b) Riesgo de crédito: tratándose de deuda en Pesos, la probabilidad de que Uruguay no pueda hacer frente a la misma es menor que para la deuda en dólares. Esta afirmación es validada por el comportamiento de las agencias calificadoras, que normalmente otorgan una mayor nota a la deuda en moneda Local. Otro elemento a considerar para el caso de las emisiones locales, es que las Letras de Regulación Monetaria en UI son pasivos del Banco Central de Uruguay, la autoridad emisora de Pesos.

- c) Diversificación: aquellos inversionistas que ya tengan posiciones en bonos uruguayos se beneficiarían incorporando un activo no perfectamente correlacionado con los bonos globales en dólares.
- d) Comparativo con la región: luego del default, Argentina ha emitido bonos ajustables por inflación con características similares a los títulos en UI¹². Estos bonos ofrecen un rendimiento real del 6%, que se compara con el 11% ofrecido por los títulos en UI. Dada la diferente salida a la crisis planteada por ambos países, muchos inversionistas consideran que este diferencial es una anomalía.

Perspectivas futuras

La principal dificultad que enfrentan los inversores extranjeros cuando adquieren títulos en UI es que deben realizar una operación de cambio, situación que agrega un factor de incertidumbre al momento de liquidar la inversión. Por tal motivo el gobierno ideó para la emisión internacional una estructura innovadora, que implica emitir un bono en pesos cuyo retorno está indexado a la evolución de la UI pero su liquidación es en dólares. De este modo se evita que los inversores extranjeros tengan que vender dólares para adquirir el bono.

Partiendo de esta innovación, se podría avanzar aún más fomentando el desarrollo de un mercado de swaps de UI por dólar. Un swap en efecto desligaría el riesgo de UI de la emisión de deuda por parte del gobierno, permitiendo a los inversionistas posicionarse en UI sin asumir riesgo soberano. Esto abriría la posibilidad que los agentes domésticos expuestos al dólar¹³ tengan acceso a coberturas cambiarias en condiciones más favorables que las disponibles actualmente. Este tema será objeto de un futuro artículo.

⁹ Roll, Richard. "Empirical TIPS". Financial Analysts Journal, Jan/Feb 2004.

¹⁰ Khotari, S.P and Shanken, Jay. "Asset Allocation with Conventional and Indexed Bonds", 2002.

¹¹ Protasi, Juan C. "¿Invertir en unidades indexadas a la inflación?". Revista Portafolio, 2004

¹² Boden 2008.

¹³ Normalmente importadores y empresas del sector no-transable.