

Riesgo Cambiario en Chile: Caso del Financiamiento de la Infraestructura

Patricio Arrau

Gerens Ltda.

15 de julio de 1999

Riesgo Cambiario: Presentación

- Definición del problema
- Mercado de instrumentos de largo plazo en UF y la oferta de bonos de infraestructura
- Conceptualización y cuantificación del descalce cambiario: 1994-1997
- Propuestas

Definición del problema

- Programa de concesiones del MOP implica una inversión total de US\$ 5.300 millones entre 1993 y el año 2000.
- Montos de inversión y aspectos legales respecto de la forma de adjudicación de las licitaciones lleva a que la estructura de financiamiento de las concesionarias sea del orden de 30% de capital y 70% de deuda.
- Por razones de cobertura y dado que se optó por ingresos de peajes en moneda nacional, la deuda debe ser contraída en moneda nacional.

Definición del problema

- 2 Aspectos del problema
 - Financiamiento de la banca nacional está sujeta a una serie de restricciones regulatorias, lo que lleva a que la participación de la banca extranjera así como de inversionistas institucionales sea prioritaria en el futuro cercano. Por lo tanto, la banca extranjera presta en US\$.
 - Regulaciones de los inversionistas institucionales nacionales determinan que sean los bancos los que provean financiamiento en la etapa de construcción, reservándose para refinanciar a la concesionaria en la etapa de explotación.

Definición del problema

- ¿Cómo afectará la estructura de tasas de largo plazo un aumento de la oferta de US\$ 5.300 millones en instrumentos denominados en UF en el mercado nacional?
- ¿Qué consecuencias tendría sobre el patrimonio de las concesionarias si este incremento en la oferta aumenta las tasas de interés de largo plazo?
- ¿Cuáles son las condiciones necesarias para que las empresas concesionarias puedan acceder a los mercados internacionales?

Mercado de instrumentos de largo plazo..

- El plan de inversión de una concesión se puede dividir en 3 etapas. 2 a 3 años de construcción; los próximos dos años de puesta en marcha; y, la etapa de explotación plena.
- El financiamiento bancario es muy adecuado en las dos etapas iniciales, para luego refinanciar con un bono de infraestructura, donde pueden participar inversionistas institucionales nacionales y extranjeros.
- Si bien el financiamiento es de una proporción de 70% de deuda y 30% de capital, se estima que el costo financiero del período de construcción, el que se activará, implicará que la emisión de bonos será por un monto similar al de las inversiones. Por lo tanto, MMUS\$ 5.300 de inversión es igual a emisión de bonos.

Mercado de instrumentos de largo plazo..



Financiamiento
Bancario

Bono Infraestructura
18 años

Mercado de Instrumentos de largo plazo..

- Definamos los instrumentos de renta fija de largo plazo: Son aquellos que tienen un plazo residual superior a 10 años (PRC y letras hipotecarias).
- Mercado de PRC: Simulaciones indican que la oferta de PRC con plazo residual superior a 10 años suma US\$ 2.523 millones.
- Mercado de Letras Hipotecarias: Simulaciones indican que el stock con plazo superior a 10 años suma US\$ 4.990 millones.

Mercado de Instrumentos de largo plazo...

- Conclusión: El mercado de instrumentos de renta fija de largo plazo sumaba cerca de US\$ 7.510 millones al cierre de 1997. Si la emisión de bonos de infraestructura sumará US\$ 5.300 millones, la oferta se incrementará en 70%, lo que puede afectar de forma importante la curva de tasas de interés.

Mercado de instrumentos de largo plazo..

- Este incremento en la oferta tendrá un impacto importante sobre la curva de rendimiento.
- Simulamos los flujos de caja para una concesionaria hipotética que al momento de colocar su bono se ve enfrentada a una aumento de 2% en la tasa de interés respecto a la que estimó al momento de adjudicarse el proyecto.

Simulación Valor Económico Concesionaria

<i>Tasa PRC/Indicadores proyecto</i>	<i>VAN activos</i>	<i>Valor deuda</i>	<i>Valor Patrimonio</i>
UF + 6,58%	100	70	30
UF + 8,5%	79,9	70	9,9

Mercado de instrumentos de largo plazo..

- Este ejercicio muestra que no es posible evadir el financiamiento externo.
- ¿ Cómo compatibilizar la necesidad de las concesionarias de colocar deuda en UF y el financiamiento externo en US\$?.
- Entra problema de riesgo cambiario.

Conceptualización y cuantificación...

Balance General Sector Privado

 $A_{\P $A_{US\P $D_{\P $D_{US\P $K_{\P $K_{US\P

$$A_{US\$}^P - D_{US\$}^P < 0 \quad \Delta (D_{US\$}^P + K_{US\$}^P - A_{US\$}^P) > 0$$

Conceptualización y cuantificación...

Balance Banco Central

 $A_{\BC $D_{\BC $D_{US\BC $A_{US\BC $K_{\BC

$$\Delta (A_{US\$}^P - D_{US\$}^P) > 0$$

Conceptualización y cuantificación...

Balance General Otras Instituciones del Sector Público

 $A_{\F $D_{\F $D_{US\F $A_{US\F $K_{\F

$$\Delta (D_{US\$}^F - A_{US\$}^F) < 0$$

Conceptualización y cuantificación...

- Altas tasas de interés internacionales, bajo riesgo país y expectativas de apreciación, llevaron a que el sector privado nacional incrementara en forma importante su deuda en moneda extranjera.
- Incremento de la participación de inversionistas extranjeros en la economía nacional a través de DL 600 y ADR's.
- Así, el sector privado residente y no residente acumuló pasivos en moneda extranjera, los que han financiado en gran proporción activos en moneda nacional.

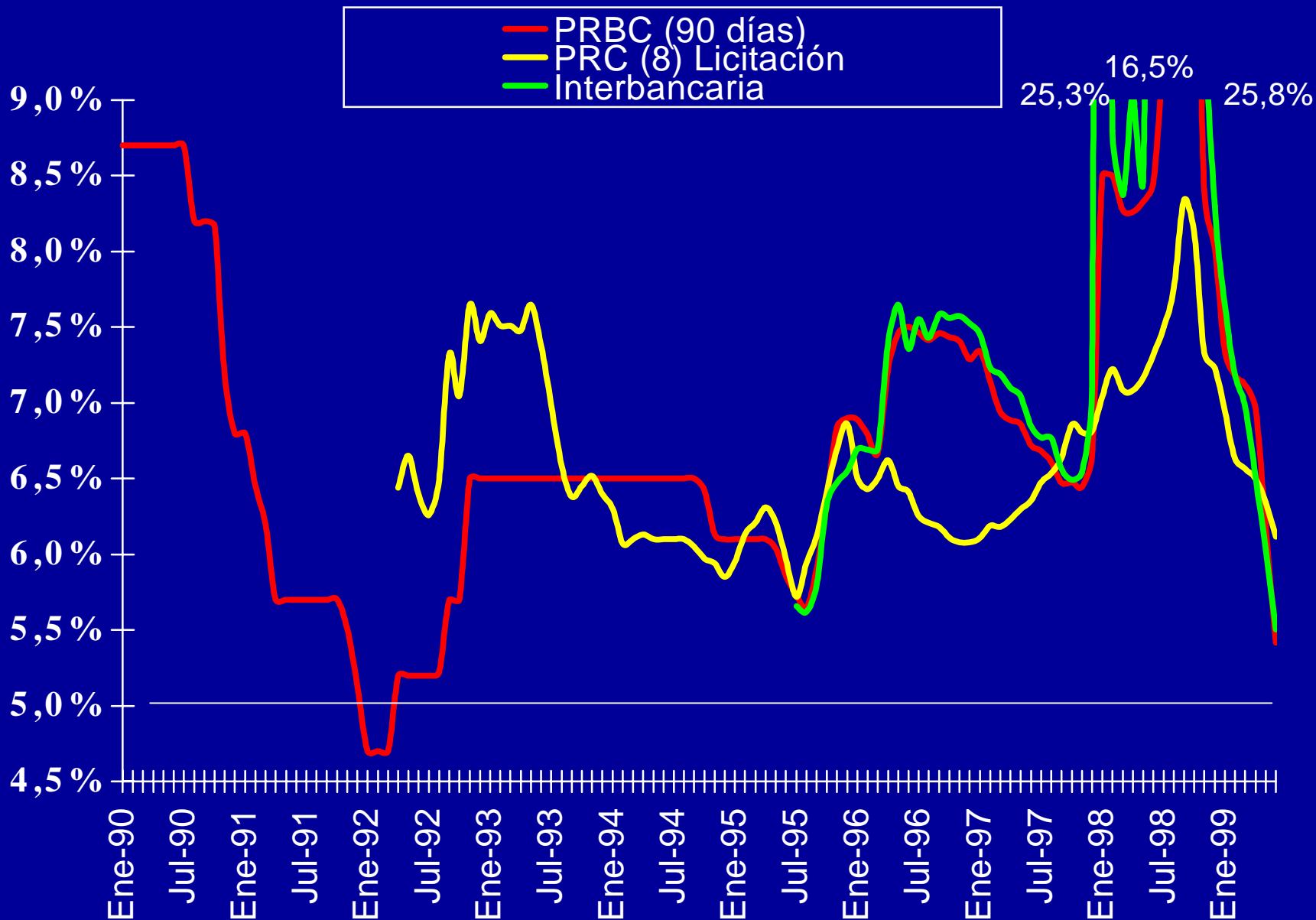
Conceptualización y cuantificación...

- Defensa del piso de la banda llevó a que el Banco Central incrementara sus activos en moneda extranjera.
- Para esterilizar el incremento de la masa monetaria, el Instituto Emisor aumentó sus pasivos en UF.
- Por lo tanto, la composición del balance del Banco Central en el período indicado tuvo la dirección contraria a la observada por el sector privado.
- Desempeño de la economía nacional y austeridad fiscal permitió que el fisco prepagara una fracción importante de su deuda externa.

Descalce en moneda extranjera sector público y privado (Cifras en MMUS\$ diciembre 1997)

<i>Item</i>	<i>1994-1997</i>
Cambio posición neta Banco Central (% PIB)	9.930 12,9%
Cambio posición neta privados (incremento posición pasiva dólar) (%) PIB	25.234 32,7%
Cambio posición neta sector público excluido B.C. (incremento posición pasiva dólar) (% PIB)	-2.068 -2,7%

Tasas de Interés 1990-1999



Tipo de cambio real (Promedio 1986=100)



Propuesta 1: Mejorar mercado de seguros de cambio

- El mercado de seguros de cambio se inicia con el Capítulo VII del CNCI del Banco Central en 1992. Se permite la cobertura dólar-UF bajo dos modalidades.
 - Con compensación con entrega en moneda equivalente. Contrato entre residentes denominado en moneda extranjera
 - Con compensación con entrega en divisas. Sólo se permite hacerlo con contrapartes nacionales.
- Por lo tanto, bajo las regulaciones del Capítulo VII, no sería posible que un banco firmara un contrato de cobertura dólar-UF con un extranjero que compró un bono de infraestructura en UF

Propuesta 1: Mejorar mercado..

- Normativa cambiaria impide la existencia de un mercado de seguros de cambio entre residentes y no residentes intermediado por los bancos comerciales.
- Por lo tanto, se debe modificar Capítulo VII o bien otro que permita dichas modificaciones.

Propuesta 2: Emitir pagaré dólar

- Aunque los bancos pudiesen intermediar seguros de cambio con no residentes, la evolución del descalce cambiario mantiene el mercado de seguros de cambio de poca profundidad y de corto plazo, principalmente para asegurar los flujos de comercio exterior y de servicio de deuda durante el año.
- Ante negativa del Banco Central de abrir cuenta de capitales (flujos libres transfronterizos), debe actuar “replicando” condiciones domésticas que permitan calce cambiario de largo plazo.
- Emitir pagaré dólar largo plazo para permitir construcción de sintéticos de cobertura

Propuesta 3: Seguir perfeccionando seguros MOP

- Persistir en el mejoramiento de los seguros de cambio ofrecidos por el MOP.
- Disminuir el ancho del “collar” y utilizar fondo de infraestructura para operacionalizar en forma rápida y eficiente relaciones de márgenes y pagos para el sector privado.