

Cambio futuro

por Ramón Díaz

Uno de los acontecimientos más interesantes desde el desguace de la tablita es la formación de un mercado de cambio "futuro" en Montevideo. Un mercado "a término" de cambio extranjero, como también suele llamárselo, no es un ancla para el peso flotante, pero sí al menos puede ser un salvavidas para los operadores.

Un mercado "a término" es un mercado en el cual se transa sobre mercancías a entregar dentro de un cierto plazo. Lo mejor es poner un ejemplo vinculado con el mercado de reciente creación para divisas "futuras" en nuestro medio, donde pueden realizarse transacciones sobre divisas a entregar el día siguiente, o dentro de una, dos, o tres semanas, o de un mes, o hasta dos meses. En muchos mercados se puede operar a plazos sustancialmente mayores, lo que es muy útil, pero principio quieren las cosas. No nos pongamos impacientes, que hasta ayer, como quien dice, no teníamos nada.

Prosigo con el ejemplo. Supongamos que quiero comprar dólares a sesenta días. En la víspera podía adquirirlos en el mercado de contado o "spot" a N\$ 29,50 (cotización de cierre, 17-12-82). Ese mismo día, en el mercado de "futuros cambiarios", me costaba N\$ 32,64. Apreciablemente más, como puede verse; 10,64 % más para ser precisos. ¿Por qué podría, sin embargo, optar por el mercado "a término", si el precio es tanto mayor? Pues, porque en el mercado "a término" no tengo necesidad de adelantar el pago, de modo que esa transacción no influiría en mi flujo de caja hasta el momento en que tuviera que comprar las divisas.

¿Por qué podría yo querer comprar dólares para entregar dentro de dos meses? Una razón podría ser que hubiese importado una mercadería con crédito del proveedor a sesenta días. Supongamos que, no bien despachada la mercadería, tengo ocasión de venderla, pero debo dar yo también una facilidad de pago de dos meses. El crédito de mi proveedor se combina perfectamente con el que quiere mi cliente, pero surge una dificultad: ¿cuál es mi costo? Mi costo es, naturalmente, la cantidad de pesos que tenga que poner para comprar los dólares a mi vencimiento. En rigor, la cotización del mercado "spot" de aquí a dos meses es incognoscible, como todo acontecimiento por venir. Pero el mercado de "futuros" me permite contratar ya dólares para entrega futura (y pago futuro). De modo que puedo cubrirme con una compra en ese mercado, y costear mi venta a la cotización del contrato (N\$ 32,64).

Hay muchas otras posibilidades en que yo puedo desear cubrirme con una compra en el mercado a término. Puede ocurrir que, siendo productor rural, haya vendido ganado, o lana, y vaya a recibir el precio de aquí a dos meses. ¿Cómo puedo cubrirme contra el riesgo de una devaluación en el interín? Precisamente mediante un contrato de futuro. Y si compro un pasaje de avión a crédito, otro tanto. Etcétera, etcétera.

No hemos descubierto todavía a nadie que pueda querer vender los dólares a 60 días. Un exportador podría concebiblemen-

te querer cubrirse contra el riesgo de que el dólar bajase entretanto en el mercado spot, pero se trata de una posibilidad tenue, que seguramente no va a hacer cifra de ventas. La especulación a la baja puede suministrar una parte de la oferta de "futuros" —agentes que esperan que dentro de dos meses el dólar en el mercado de contado esté por debajo de N\$ 28,90 (tipo vendedor, en la fecha indicada, para "futuros" a 60 días), pero tampoco éstos van a generar, por el momento, el flujo demandado en una proporción apreciable. Parecería que el mercado se compusiera así sólo de demandantes, lo cual se acerca mucho a una imposibilidad.

Sin embargo, hay una modalidad operativa viable que, según entendemos, es la que se está aplicando en plaza. Los bancos que intermedian en este mercado toman pesos, compran dólares "spot", y los colocan en Londres o Nueva York, a un plazo compatible con sus obligaciones con ventas "a término", de modo que el riesgo cambiario que éstas generan queda cubierto. El rendimiento que pueden pagar a los suministradores de pesos es igual a la tasa de interés de los dólares en Nueva York, o eurodólares en Londres, más la tasa de depreciación del peso implícita en la cotización a término.

En el ejemplo, la tasa implícita anual de depreciación es de 83,47 %; si le agregamos el 9,5625 % anual que pagan los eurodepósitos a 60 días, tengo una tasa 101,02 %. Considerando que los depósitos en pesos a 60 días deben estar reeditando menos de 65%, puede verse que las operaciones dan para ofrecer una retribución suculenta a los suministradores de fondos, y encima dejar a las instituciones un **spread** hartito interesante.

Esto nos dice que probablemente nuevos bancos y casas bancarias se sumarán pronto al mercado, el que probablemente comience a operar en plazo mayores, como sería de desear.

Pero el fenómeno nos dice además dos cosas. En primer lugar, nos está indicando en qué dirección se van a mover las tasas de interés nominales. El mercado a término nos está dando información sobre las expectativas del público sobre el curso futuro del dólar. Esas expectativas apuntan hacia tasas de interés mucho mayores que las actuales, y debemos esperar que éstas acentúen muy pronto su tendencia ya ascendente.

La segunda cosa que el fenómeno nos señala es que, a menos que la inflación se reactive rápidamente, la tasa real de interés va a alcanzar niveles exorbitantes, con los consiguientes efectos deletéreos sobre las perspectivas de reactivación de nuestra economía. O, lo que es igual, el nuevo mercado le está diciendo a las autoridades que sí, efectivamente, tienen un problema con la inflación, como ellas creen; pero que si piensan que el problema consiste en ver cómo podrían retardar el efecto inflacionario de su reciente innovación en la política cambiaria, tal como algunas de sus declaraciones dejan entrever, entonces están seriamente equivocadas.