

Recuadro III.1: Paridad cubierta de tasas de interés de largo plazo en Chile

La paridad cubierta de tasas de interés plantea que una vez considerada la cobertura del riesgo cambiario, el retorno de invertir en un activo externo debería igualarse al retorno de un activo local de similares características. Tal condición surge como resultado del arbitraje de tales activos y, por ende, el grado de cumplimiento de dicha condición permitiría evaluar el funcionamiento de los mercados analizados. El objetivo de este recuadro es evaluar, si se cumple o no, la paridad cubierta de tasas de interés de largo plazo en Chile.

En términos prácticos, la cobertura del riesgo cambiario a corto plazo se realiza a través de *forwards* cambiarios. Sin embargo, la falta de profundidad de dicho mercado, a plazos superiores a cinco años, hace necesario recurrir al uso de otros mecanismos de cobertura. En concreto, para la cobertura de largo plazo se emplean los denominados *cross currency swaps*. Estos *swaps* involucran el intercambio de una determinada tasa de interés en moneda extranjera por una tasa de interés denominada en moneda local^{5/}.

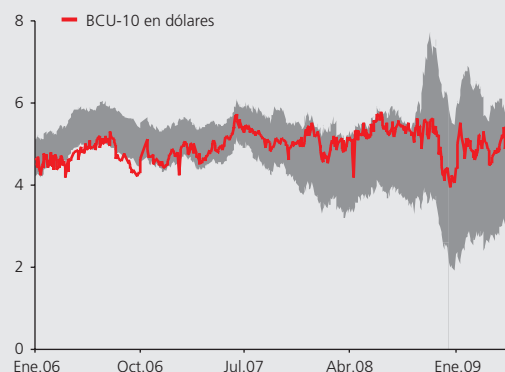
Para estimar la paridad de largo plazo de instrumentos de deuda soberana, se comparó el retorno sintético en dólares de un BCU a 10 años (BCU-10), con las condiciones de arbitraje relevantes para el caso chileno. Es necesario indicar que no existe información pública sobre las tasas de interés pactadas en los *cross currency swaps* locales, por lo cual, se debe estimar indirectamente el costo de cobertura, a través de los diferentes *swaps* que permitirían replicar el *cross currency swap*, a saber: i) *swap* de tasa en UF a largo plazo a tasa flotante en moneda local; ii) *swap* de tasa flotante en moneda local a tasa flotante en dólares, y iii) *swap* de tasa flotante en dólares a tasa fija en dólares a largo plazo.

Sobre la base de lo anterior, es posible construir la tasa sintética en dólares del BCU-10, así como el rango de tasas de interés en el cual no es posible arbitrar potenciales diferencias entre el retorno local y el externo (gráfico III.13)^{6/}. Si el retorno del BCU en dólares estuviese por sobre el techo o bajo el piso de la banda de no arbitraje, respectivamente, esto sería indicativo de una violación de la paridad cubierta, e indicaría que no existen oportunidades de arbitraje sin explotar. En

este sentido, la evidencia reportada sería coherente con el cumplimiento de la paridad cubierta de largo plazo, en el mercado de deuda soberana.

Gráfico III.13

Retorno sintético del BCU-10 en dólares y banda de no arbitraje (porcentaje)



Fuente: Elaboración propia a base de información de Bloomberg y Banco Central de Chile.

Un ejercicio similar se realizó para los instrumentos corporativos. Como medida del costo de emisión en UF, se empleó la TIR proveniente del índice LVA para bonos corporativos AA a 10 años plazo. Adicionalmente, la estimación del retorno local en dólares fue ajustada por el riesgo corporativo exigido en el mercado nacional, y el techo de la banda se ajustó por la prima exigida en los mercados internacionales.

Entre enero del 2006 y abril del 2007, el retorno en dólares exigido en el mercado externo a un bono corporativo chileno, se ubicó por encima del techo de la banda de no arbitraje (gráfico III.14). En otras palabras, se sugiere la existencia de una desalineación de la paridad cubierta de largo plazo en Chile en este período. Sin embargo, tales desviaciones no son infrecuentes a nivel internacional y, además, podrían ser persistentes (McBrady, 2005; McBrady y Schill, 2006; Fletcher y Taylor, 1994).

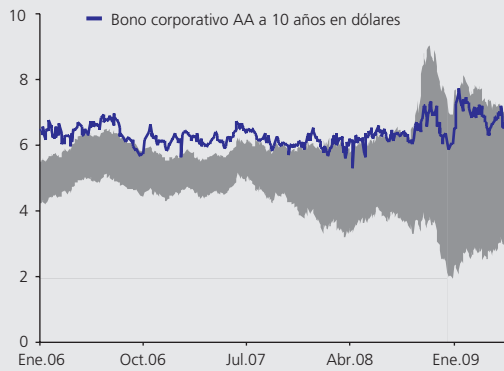
^{5/} Para mayores detalles, ver Álvarez y Opazo (2009).

^{6/} Para ver cómo se derivan dichas bandas, ver Opazo y Ulloa (2008).

Sin embargo, en lo más reciente —y, especialmente, a partir de septiembre del 2008— el retorno exigido al sector corporativo nacional se ubicó por debajo del retorno estimado en el mercado internacional, con lo cual, se situó dentro de la banda de no arbitraje. En otras palabras, la evidencia reportada señala que el relativamente menor retorno corporativo local, observado en el último tiempo, sería coherente con el cumplimiento de la paridad cubierta de largo plazo.

Gráfico III.14

Retorno sintético de un bono corporativo AA a 10 años en dólares y banda de no arbitraje (porcentaje)

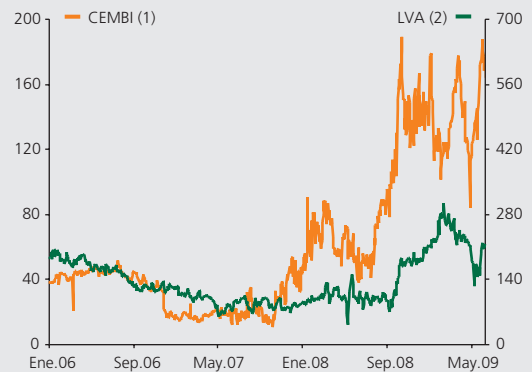


Fuente: Elaboración propia a base de información de *Bloomberg* y Banco Central de Chile.

La dinámica descrita, se asocia en gran medida, con un alza del premio por riesgo exigido en el mercado externo, relativamente mayor que el aumento en el mercado nacional (gráfico III.15). Las hipótesis respecto de este punto son variadas, pudiendo ir desde un sesgo hacia el mercado local (*home bias*) hasta asimetrías de información. No obstante, más allá de cuál o cuáles son los factores que explican lo anterior, el punto central es que los inversionistas locales estarían demandando un premio relativamente menor a los emisores corporativos locales.

Gráfico III.15

Primas por riesgo corporativo: Chile versus el exterior (puntos base)



- (1) El *CEMBI* corresponde al premio sobre el *EMBI* exigido a los bonos corporativos chilenos emitidos en el extranjero.
- (2) *LVA* representa el premio por riesgo exigido a los bonos corporativos emitidos localmente.

Fuente: Elaboración propia a base de información de *Bloomberg*, *LVA* y Banco Central de Chile.