

¿Va a seguir bajando el dólar?

En función de lectura de comentarios de Horacio Bafico y Gustavo Michelin los cuales comparto respecto al valor del dólar para Uruguay realizo el siguiente resumen el 5/10/09 :

En cuanto a la tendencia del tipo de cambio, efectivamente pensamos que es a la baja y no descartamos el escenario que sea de tal magnitud que en algún momento (dentro del próximo año) el tipo de cambio del dólar baje de \$ 20.

Para que ello ocurra deben jugar en el mismo sentido **tres fuerzas que operan en el sentido hacia la baja en la cotización del dólar:**

a) los movimientos de inversores que transforman activos en dólares en activos en pesos, generando presión vendedora, lo que llamaremos cambios de portafolio de los inversores;

PORTAFOLIO. El cambio de moneda en las inversiones en títulos públicos que se observó en el último cuatrimestre del año pasado obedeció a dos razones: la necesidad que tenían muchos inversores internacionales de obtener liquidez y el temor a las pérdidas de capital.

Pasada la turbulencia y restablecida la liquidez y la confianza en los mercados financieros globales desaparece una de las fuerzas vendedoras y el foco se vuelve hacia la rentabilidad.

Por lo tanto vale la pena comparar los niveles de rentabilidad de colocar en pesos en el trimestre finalizado en julio del 2008 y los actuales; de esta forma se puede evaluar si estamos lejos o no del escenario previo a la crisis.

En el caso de Uruguay, las letras de tesorería actualmente están rindiendo 12% a un año y las letras en UI, contando que la inflación en el próximo año se ubicará en el 7%, registran un rendimiento similar o levemente superior.

El año pasado en el entorno de mayo y julio las letras de tesorería pagaban un interés del 10% y las notas en UI estaban en 3,5% con una inflación esperada en ese entonces similar a la actual (7%) lo que implicaba un rendimiento del orden del 11%.

El atractivo o no de estas tasas en pesos para los inversores mayoritariamente depende de la devaluación esperada y del retorno de las colocaciones en dólares. Según la curva de rendimientos de los títulos del gobierno de Estados Unidos el rendimiento hace un año era del orden del 2% y actualmente no llega al 0,5%.

b) el déficit del sector público creciente y mayoritariamente expresado en pesos en el caso que se financie con deuda internacional en dólares y

DÉFICIT FISCAL. Mientras el déficit fiscal en el año terminado en agosto del 2008 se ubicó en un equivalente a US\$ 275 millones, el proyectado para este año se encuentra cercano a los US\$ 875 millones y con una dinámica de crecimiento que hace prever que en el 2010 seguirá aumentando. Basta pensar en las indexaciones e incrementos reales de salarios y pasividades que ya están comprometidos por esta Administración.

Por lo tanto, hay una presión financiera del sector público que se ubica como mínimo en US\$ 600 millones.

Al no haber grandes vencimientos de deuda pública se puede pensar que el déficit conforma las necesidades de fondos del sector público extraordinarias que existen en el comparativo entre los dos períodos.

Además de la magnitud hay una diferencia sustancial. En el año previo a la crisis internacional, el gobierno financió su déficit con títulos en UI y pesos y compró dólares, incrementando el nivel de reservas internacionales del BCU. Ahora el gobierno se está financiando con mayor inclinación hacia los títulos en dólares y pagando pesos por el incremento del gasto corriente. Además el nivel de reservas del BCU no tiene necesidades de crecer como lo tenía hace un año y medio.

c) la pérdida de valor del dólar a nivel global.

EXPECTATIVA. Por lo tanto para comparar el atractivo del diferencial de rendimientos en los dos momentos del tiempo hay que incorporar las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio. Hace un año la expectativa a un año era de tipo de cambio estable con una leve devaluación del orden del 0,5% para el año siguiente. Esto generaba una diferencia de rendimientos esperados en dólares entre 8% y 9% anual. Actualmente, si se considera la expectativa media de mercado se llega a una magnitud similar. En efecto, el mes pasado había una expectativa de devaluación del peso del orden de 3,5% anual que restado del 12% de rendimiento nos trae al rango mencionado.

Si, tal como expresamos al inicio del análisis, la calma llega a los mercados internacionales y se mantiene la confianza en el país, hay un nivel de intereses que se transforma en atractivo para el ingreso de capitales.

Lo particular es que una vez iniciado dicho proceso y si el peso se empieza a apreciar, cada vez es más atractiva la inversión en moneda uruguaya si la tasa de interés no acompaña a la baja. El movimiento de capitales se autoalimenta y genera una dinámica hacia la apreciación de la moneda nacional.

Además de estas inversiones financieras se debe considerar la inversión directa desde el extranjero ya que son dólares que vienen del exterior y que muchas veces terminan en operaciones de cambio para el pago de sueldos o gastos.

Esta fuerza jugará un papel mucho más limitado que en el período antes de la crisis. En aquel entonces la inversión extranjera directa se ubicaba en US\$ 1.800 millones anuales y es posible que se reduzca en el próximo año, aunque si el peor momento de la crisis ya pasó, el año terminado en junio marca un nivel de US\$ 1.300 millones.

INTERNACIONAL. Estimamos que en el próximo año existirá una presión devaluatoria del dólar que perderá valor en relación a las restantes monedas.

Estados Unidos mantendrá un nivel de tasa de interés real por debajo de los restantes países por mayor tiempo para evitar que se prolongue la crisis. A su vez, un poco más de inflación permitiría abordar con mayor soltura el alto nivel de endeudamiento que se ha generado para salir de la crisis.

Si bien la política anti-inflacionaria en Uruguay no ha sido la responsable de la baja del dólar hasta el momento, a futuro puede tener algo que ver si no se ajusta a los movimientos en las expectativas de devaluación.

Dependiendo de la confirmación de estas tres fuerzas con magnitudes suficientes como para hacer bajar el tipo de cambio por debajo del piso de \$ 20, el gobierno deberá poner en la balanza el objetivo inflación y la competitividad. Lamentablemente el espacio fiscal se encuentra del lado de las causas de esta potencial crisis en lugar de ser una posible fuente de soluciones.

La toma de decisiones individuales quedan por cargo de cada uno.

Extraído del Diario el País 5/10/09