

El Real Tema Cambiario

Por Frank Fuentes Brito, Director Departamento Internacional

La evolución del tipo de cambio volvió a ser tema de debate durante las últimas semanas como consecuencia del incremento en el precio del dólar y las posteriores medidas de las autoridades monetarias para estabilizar la “prima”. Al regresar la calma al mercado cambiario, resulta aleccionador hacer algunas reflexiones sobre el balance de lo acontecido y sugerir, si se quiere, el enfoque que en materia cambiaria deberían considerar los sectores productivos a la hora de evaluar el comportamiento del tipo de cambio, variable de gran transcendencia para cualquier economía pequeña y abierta como la dominicana.

Esta reflexión no es ociosa pues en este debate sobre el tipo de cambio distintos sectores de la vida nacional han esgrimido argumentos que podrían parecer contradictorios. Por un lado, la reciente volatilidad cambiaria llevó a empresarios, políticos y economistas a increpar al Banco Central por su aparente inacción ante los movimientos de la tasa. Sin embargo, una vez que las autoridades monetarias entendieron prudente y necesario actuar de manera enérgica y contundente, provocando incluso una reducción de más de 60 puntos en la tasa equivalente a una apreciación de casi 1%, entonces se le critica por haber tomado medidas ante la situación. Esto parecería insólito pero tiene una explicación.

| Periodos | Fin de Periodo | | Apreciación (+) / Depreciación (-) | |
|---|----------------|-------|------------------------------------|--------------|
| | Compra | Venta | Compra | Venta |
| 31 de diciembre 2012 | 40.26 | 40.40 | -4.3% | -4.2% |
| 31 de julio 2013 | 42.06 | 42.18 | | |
| 1ro de agosto 2013 | 42.03 | 42.16 | -1.9% | -1.9% |
| 30 de agosto 2013 | 42.86 | 42.97 | | |
| 2 de septiembre 2013 | 42.82 | 42.96 | 0.8% | 0.9% |
| 23 de septiembre 2013 | 42.50 | 42.60 | | |
| 31 de diciembre 2012 a 23 de septiembre 2013 | | | -5.3% | -5.2% |

En República Dominicana existe una excesiva preocupación por los movimientos del tipo de cambio, particularmente entre consumidores e importadores, cuya aversión a la flotación está ampliamente documentada. Estos grupos siempre estarán a favor de que el Banco Central intervenga para evitar aumentos desproporcionados en el precio del dólar o incluso lograr reducir su cotización en el mercado. Esto tiene sentido para el importador pues con un tipo de cambio más bajo se necesitarían menos pesos para comprar mercancía y venderla en el país.

Asimismo, para la población en general una fuerte depreciación de la moneda nacional implica una disminución de su poder adquisitivo, pues una proporción importante de la canasta familiar es importada. Además, la pérdida de valor de la moneda nacional tiende a elevar los costos de producción, reducir el empleo e incrementar la carga de la deuda externa y el subsidio eléctrico para el Gobierno.

Página Abierta

Foro de artículos de opinión de los técnicos del Banco Central de la República Dominicana

En adición, las crisis cambiarias tienen un importante impacto social, ya que pueden desplazar rápidamente a muchos hogares por debajo de las líneas de pobreza y de pobreza extrema. Por tanto, una depreciación excesiva puede generar significativos efectos redistributivos en detrimento de los grupos de menores ingresos, por su capacidad de profundizar la pobreza y la marginalidad.

En el otro extremo de una depreciación se encuentran los exportadores de bienes y servicios, a quienes, por razones obvias, beneficia un dólar más caro ya que aumenta la cantidad de pesos que recibirían en intercambio por las divisas que perciben en sus ventas al exterior. De este lado también se ubican algunos economistas que han criticado duramente las medidas del Banco Central, unos por diferencias conceptuales y otros por considerar que una masiva depreciación es la solución final a todos los desequilibrios estructurales de la economía dominicana. Para ellos, un dólar mucho más caro no solo eliminaría el déficit de cuenta corriente, sino que crearía más empleos de calidad, reduciría la pobreza, aumentaría los salarios y hasta podría evitar una guerra en Siria.

Sin embargo, esta aparente solución no es tan simple como parece. Si bien es cierto que la condición Marshall-Lerner establece que las depreciaciones reales incrementan las exportaciones netas, la evidencia empírica muestra que este fenómeno también puede conducir a un mayor déficit de cuenta corriente en el corto plazo, situación que aunque se revertiría lentamente en el largo plazo (fenómeno que se conoce en la literatura como la Curva J), tiene el potencial de crear un rosario de problemas adicionales para cualquier hacedor de política.

Pero, vayamos un poco más lejos, supongamos que el Banco Central no toma ninguna medida dejando que el tipo de cambio suba sin control y se logra cerrar la brecha externa en 2013 ¿aumentaría el empleo?, ¿bajaría la inflación?, ¿habrían más empleos de calidad?, ¿se reduciría la pobreza? Debemos tomar en cuenta que en Economía la transición hacia el equilibrio también es importante. Recordemos lo sucedido en 2003 y 2004, cuando el país tuvo superávit en la cuenta corriente debido a la masiva depreciación del tipo de cambio en esos años. ¿Cuál fue el costo de tan abrupto ajuste en materia de contracción de la economía, inflación, desempleo y pobreza?

Entonces, la pregunta obligada sería: ¿qué debieron hacer las autoridades monetarias ante una escalada alcista del tipo de cambio? Lo que hizo el Banco Central: intervenir de forma estratégica el mercado cambiario e incluso, de ser necesario, incrementar su tasa de política monetaria para ampliar el diferencial entre las tasas internas y la internacional, haciendo más rentable el ahorro y la inversión en pesos. **Estas medidas se adoptan en el entendido de que el rol del Banco Central no es mantener fijo el tipo de cambio, ni llevarlo a un determinado nivel, sino administrar su trayectoria en torno a su valor de equilibrio de largo plazo, consistente con los fundamentos de la economía dominicana y su meta de inflación.**

Además, no podemos ignorar que en la economía dominicana todavía persiste un alto y rápido traspaso de las fluctuaciones cambiarias hacia los precios y que las presiones en el mercado cambiario no son exclusivas de este país, pues son muchas las economías de la región que

también están experimentando fuertes procesos de depreciación, como es el caso de Venezuela (31.7%), Argentina (14.4%), Uruguay (12.3%), Brasil (9.6%), Perú (8.2%) y Colombia (7.8%), quienes han intervenido fuertemente el mercado ante la salida de capitales motivada por las expectativas de que Estados Unidos revertiría su postura de política monetaria eliminando los estímulos a la economía e incrementado su tasa de interés. Debido a esta situación, en los primeros siete meses del año, alrededor de US\$102 mil millones habían salido de los mercados emergentes hacia el mercado financiero estadounidense y otras economías desarrolladas. Estas presiones, sin embargo, ya han comenzado a ceder en respuesta al más reciente anuncio de la Fed.

Es importante mencionar que, aunque las preocupaciones de algunos analistas en torno a los posibles efectos de estas medidas sobre la actividad económica son entendibles, debemos recordar que las decisiones de política monetaria tienen un efecto rezagado sobre el sector real, que para el caso de la economía dominicana es de 4 a 6 meses. Por consiguiente, como afirmó el Gobernador del Banco Central, Lic. Héctor Valdez Albizu, la proyección de un crecimiento en torno al 3% para 2013 se mantiene y, si no se adoptan medidas adicionales, solo se moderaría la proyección para 2014, que originalmente era de 6%.

Además, las medidas adoptadas por el Banco Central en mayo pasado, que incluyen la liberación de recursos del encaje legal para financiar la manufactura local, MIPyMES, construcción de soluciones habitacionales, adquisición de viviendas económicas y financiamiento a menores deudores a tasas fijas por 6 años, han sido vitales para incrementar el crédito al sector privado en niveles que superan lo observado en los últimos cinco años. Este impulso fue clave para que la economía creciera 2.8% en abril-junio, en términos interanuales, luego de un primer trimestre con un crecimiento cercano a cero.

Crédito al Sector Privado en Moneda Nacional

Cifras al cierre de Agosto de cada año

| | Ago. 2009 | Ago. 2010 | Ago. 2011 | Ago. 2012 | Ago. 2013 |
|---|-----------|-----------|-----------|------------|-----------------|
| Nivel | 280,267.4 | 334,031.2 | 383,359.4 | 398,540.9 | 458,433.2 |
| Variación Absoluta Dic.-Ago. (RD\$ MM) | 6,173.1 | 33,915.8 | 24,793.6 | (10,313.8) | 35,283.7 |
| Variación Absoluta Ago.-Ago. (RD\$ MM) | 7,859.4 | 53,763.7 | 49,328.2 | 15,181.6 | 59,892.3 |
| Variación Relativa Dic.-Ago. (%) | 2.3% | 11.3% | 6.9% | -2.5% | 8.3% |
| Variación Relativa Ago.-Ago. (%) | 2.9% | 19.2% | 14.8% | 4.0% | 15.0% |

Específicamente, entre agosto de 2012 y agosto de 2013, el crédito al sector privado en moneda nacional aumentó RD\$59,892.3 millones, equivalente a un crecimiento de 15% interanual. Este incremento en el crédito es cuatro veces mayor que el monto de RD\$15,181.6 millones registrado entre agosto 2011 y 2012. **Más aún, el crédito otorgado entre agosto de 2012 y agosto de 2013 es superior al crédito canalizado, en igual periodo durante los años 2008, 2009, 2010 y 2011.**

Otro dato importante es que al analizar el crédito al sector privado en moneda nacional desde el cierre del año pasado hasta el mes de agosto de 2013, la dinamización es aún más sorprendente. En los primeros ocho meses del año, el crédito creció en RD\$35,283.7 millones, una

recuperación impresionante luego de haber caído en más de RD\$10,000 millones durante los primeros ocho meses de 2012.

Asimismo, el Gobierno Central ha logrado canalizar más RD\$16 mil millones a pequeños productores del sector agropecuario y MIPyMES, que incluyen unos RD\$2,300 millones a través de la Banca Solidaria. Todo esto deberá contribuir en seguir impulsando la recuperación de la actividad económica durante el segundo semestre de este año.

Sin embargo, a pesar de lo interesante de esta discusión, es necesario reconocer que esta fijación colectiva en el tipo de cambio nominal, es decir en el precio del dólar con respecto al peso dominicano, muchas veces deja de lado un tema de mayor envergadura para el desempeño macroeconómico y la competitividad como lo es el Tipo de Cambio Real.

El Tipo de Cambio Real (TCR), se define usualmente como la relación entre el poder de compra de una divisa con respecto a otra. El poder compra no es más que la cantidad de bienes y servicios que pueden ser comprados con dicha moneda. El TCR puede medirse con respecto a otra moneda (bilateral) o a una canasta de monedas (multilateral). En este indicador se combinan un conjunto de variables, fundamentalmente: (a) los precios locales de un bien o servicio, (b) sus precios internacionales y (c) el tipo de cambio nominal.

La importancia de este indicador radica en su capacidad de medir el nivel de competitividad externa de un país. Un sector exportador más competitivo es un elemento esencial para reducir el déficit de Cuenta Corriente sin necesidad de apostar a una devaluación abrupta de la moneda. Además, el TCR, junto con la tasa de interés local, también influye en los flujos de capitales entre países. Su valor puede depreciarse (subir) o apreciarse (bajar) con respecto a su nivel de equilibrio, pero lo importante es que se mantenga en torno a este punto de referencia, el cual se estima como consistente con las variables fundamentales de la economía.

Debido al carácter dinámico de la actividad económica, es prácticamente imposible que el TCR se encuentre de forma cabal y permanente en su nivel de equilibrio de largo plazo. Por tanto, todas las metodologías de estimación procuran calcular un porcentaje de desvío con respecto a este parámetro. Mientras más alto sea este porcentaje, mayor será el desvío del TCR y mayores los desbalances y riesgos macroeconómicos que podría enfrentar el país en cuestión. Por otro lado, cuando los porcentajes de desalineamiento estimados son muy bajos, se entiende que el TCR se encuentra en línea con los fundamentos de la economía.

Este el caso de la República Dominicana, en donde la más reciente actualización de las estimaciones de investigadores del Banco Central (Harold Vázquez y Rafael Rivas, 2013), que incorpora los acontecimientos más recientes del mercado cambiario, **indican que el TCR se encuentra en línea con su nivel de equilibrio de largo plazo.**

Utilizando las metodologías del Grupo Consultivo en materia de Tipo de Cambio del FMI, la técnica de Tipo de Cambio Real de Equilibrio estima un rango de desalineamiento con un punto medio de apenas **0.4%** con el tipo de cambio bilateral y de solo **0.9%** con el multilateral. Asimismo, las metodologías de Sostenibilidad Externa y de Balance Macroeconómico, lo estiman

Página Abierta

Foro de artículos de opinión de los técnicos del Banco Central de la República Dominicana

en apenas **1.5%** y **2.1%**, respectivamente. Por consiguiente, y respetando el criterio de aquellos que al parecer les produce urticaria la sola mención del Banco Central, la generalidad de las estimaciones apuntan a que el TCR está alineado y que la política cambiaria no ha perjudicado la competitividad de los sectores generadores de divisas.

Un dato adicional es que estos bajos niveles de desalineamiento real se confirman al actualizar las estimaciones realizadas por el prestigioso economista Peter Montiel en su estudio financiado por el Banco Interamericano de Desarrollo, y son coherentes con la evolución de los índices de Tipo de Cambio Efectivo Real que calculan tanto el FMI y como el Consejo Monetario Centroamericano (CMCA).

Por tanto, todo lo anterior indica que no hay evidencia de que los fundamentos de la economía dominicana demanden una masiva y abrupta depreciación de tipo de cambio para eliminar desajustes estructurales. De hecho, se espera que en 2013 continúe el proceso de ajuste paulatino del déficit de Cuenta Corriente, que se estima cerrará en torno al 5% del PIB en 2013, con una proyección para 2014 en un rango entre 4.4% y 4.8% del PIB.

En conclusión, si bien es cierto que las medidas adoptadas por el Banco Central estuvieron enfocadas en estabilizar la volatilidad del tipo de cambio nominal y reducir sus potenciales efectos perjudiciales sobre la inflación, el gasto público y la pobreza, no es menos cierto que las acciones de las autoridades monetarias, han logrado mantener la estabilidad sin afectar la competitividad del sector externo dominicano, que es, a fin de cuentas, el real tema cambiario.