

Programa de Actualización Económica

Política Cambiaria Costarricense:
Costos y Beneficios de una devaluación

1. Actualización Económica. Dr. Rodrigo Bolaños

La actualización llevada a cabo por el Dr. Bolaños estuvo conformada por dos partes: el entorno internacional y el nacional. Con respecto a la economía internacional y con base en el informe del Fondo Monetario Internacional *Perspectivas de la Economía Mundial*, publicado en octubre de 2015, se espera que la economía mundial cierre el 2015 con un crecimiento de 3.1%, donde las economías avanzadas repuntan ligeramente, afectadas, por la situación de las economías emergentes, que, por quinto año consecutivo se han desacelerado, ello, como consecuencia de el retroceso en los precios de las materias primas, una menor afluencia de capitales, lo que ha generado presiones cambiarias, un escaso aumento de la productividad desde la crisis, China y su menor crecimiento, así como la volatilidad en los mercados financieros por señales confusas de la FED y depreciación del renminbi.

Por su parte, el Consejo de Gobernadores del Banco de la Reserva Federal opinan que la actividad económica en los Estados Unidos sigue creciendo bien, a pesar de los efectos negativos sobre las exportaciones por la apreciación del dólar y una menor demanda externa, el desempleo se encuentra cerca de su nivel "normal", pero todavía existe una subutilización de la mano de obra y no hay presión al alza sobre los salarios reales. En cuanto a la inflación, ésta se encuentra por debajo del 2%, debido a un efecto transitorio de los precios de la energía, donde la expectativa de largo plazo en meta es el 2% y la observada se ajustará en un mediano plazo al 2%.

Gráfico 1.
Proyecciones de los miembros de FOMC de la FED (Set.2015)

Variable	Mediana				
	2015	2016	2017	2018	Largo Plazo
PIB Real (tasa de cambio %)	2.1	2.3	2.2	2.0	2.0
Proyección realizada por el FOMC*	1.9	2.5	2.3	1.0	2.0
Tasa de Desempleo	5.0	4.8	4.8	4.8	4.9
Proyección realizada por el FOMC*	5.3	5.1	5.0	1.0	5.0
Inflación PCE (Core PCE)	0.4	1.7	1.9	2.0	2.0
Proyección realizada por el FOMC*	0.7	1.8	2.0	1.0	2.0
Inflación Subyacente (Core PCE)	1.4	1.7	1.9	2.0	
Proyección realizada por el FOMC*	1.3	1.8	2.0	n.a.	
Proyección de la Tendencia Apropriada de Política					
Tasa Fondos Federales, fin de año (Federal Funds Rate)	0.4	1.4	2.6	3.4	3.5
Proyección realizada por el FOMC*	0.6	1.6	2.9	1.0	3.8

*: Junio 2015

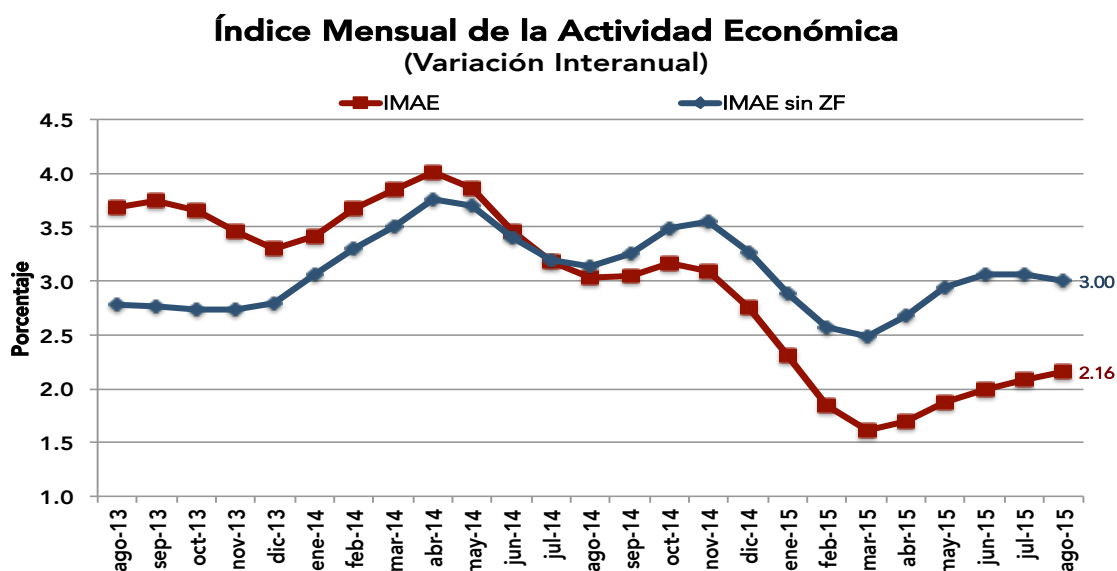
Nota: PCE es el "Personal Consumption Expenditure". Índice de precios del consumo en el PIB de EUA

Fuente: Consejo de Gobernadores del Banco de la Reserva Federal de los EUA

La desaceleración en China, ha generado una situación de incertidumbre en la economía mundial, especialmente por los ajustes que se lleven a cabo en el gigante asiático. Entre los riesgos que enfrenta la economía China cabe mencionar las reformas estructurales para acelerar el crecimiento, la desaceleración del crédito, especialmente en el sector bancario sombra, el importante déficit fiscal fuera del Presupuesto del Gobierno, ajuste en el mercado inmobiliario que creció mucho y ajustes importantes en el sector bancario.

En cuanto al entorno nacional, la actividad económica repunta pero se sigue sintiendo el efecto INTEL, donde, al separar el Índice Mensual de la Actividad Económica general del que no incluye zonas francas se refleja el efecto INTEL sobre la Actividad Económica, así lo muestra el gráfico 2.

Gráfico 2.



Fuente: elaboración propia con datos del BCCR.

Situaciones como la reducción en el precio de los commodities a nivel mundial ha propiciado un decrecimiento en el nivel general de los precios, por ejemplo, el efecto que tiene la reducción de los precios de los combustibles sobre bienes y servicios regulados como la energía, los combustibles, etc., han influido a los precios no regulados los que los ha hecho descender.

En lo referente a las tasas de interés, la nueva metodología de cálculo de la Tasa Básica Pasiva:

- Incorpora el total de las captaciones a plazo (solo excluye cuenta corriente) en colones. Antes solo incluía de 5 a 7 meses.

- Se excluyen tasas de interés atípicas, definidas respecto a la tasa promedio del grupo de entidades financieras al que pertenece (estatales, privadas, mutuales, cooperativas), no por entidad como antes.
- Ajuste por diferencia de nivel:
 - Nivel es **menor** por importancia de depósitos a menos de 5 meses. Se incluirá como ajuste la diferencia entre las dos metodologías.
 - Cada semana se quitará un cincuentavo al factor de ajuste.
 - Ceteris paribus, la TBP irá disminuyendo.
- Cambios entrarán en vigencia el 1o. de febrero de 2016.

El Dr. Bolaños, comenta haciendo referencia a los cambios incorporados a la TBP, que:

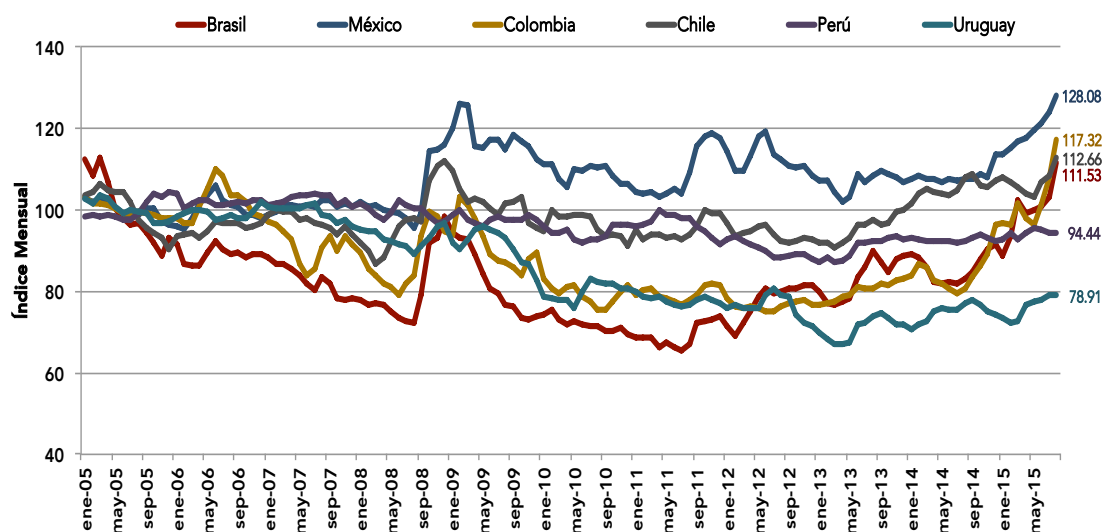
- El período para quitar el factor ajuste debería ser más largo (¿5 años?) por:
 - Cambio metodológico debería ser lo más neutral en el nivel y volatilidad de la tasa.
 - La baja en la tasa en el primer año traerá pérdidas para los tenedores de bonos tasa básica, sólo por el cambio en metodología.
 - Los bancos están protegidos por el piso en las tasa de interés de los créditos a tasa flotante ligados a la TBP.
- Cambios hacen aún más difícil la manipulación de la TBP por los grandes intermediarios.

En cuanto a la Tasa Efectiva en Dólares que se empezará a publicar en mayo 2016, es un concepto parecido a la TBP pero en dólares, que combina costos de captaciones y líneas de crédito de los bancos en dólares. Medida más correcta del costo y volatilidad de los recursos en dólares. Posible uso gradual para créditos de tasa flotante en dólares.

Como fue mencionado con anterioridad, la caída en el precio de los commodities ha generado que los países exportadores de materias primas hayan experimentado devaluaciones en sus monedas. Como se muestra en el gráfico 3, los países latinoamericanos exportadores de materias primas son quienes muestran un Tipo de Cambio Real creciente.

Gráfico 3.

América Latina: TCRE
(Índice mensual Efectivo)

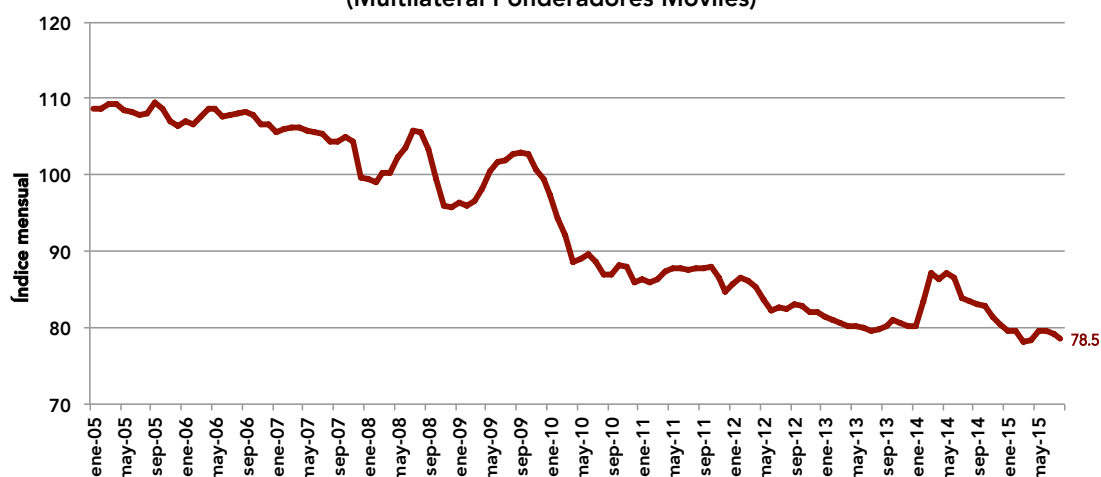


Fuente: elaboración propia con datos del CEPAL.

La situación para Costa Rica es la contraria a la mencionada por los países exportadores, al ser un país importador neto y por factores de diferente índole el Tipo de Cambio Real, se ha apreciado en los últimos años. El gráfico 4 nos muestra tal efecto.

Gráfico 4.

Costa Rica: ITCER
(Multilateral Ponderadores Móviles)



Fuente: elaboración propia con datos del BCCR.

Como se muestra en el gráfico anterior, la apreciación del Tipo de Cambio real se puede explicar por la entrada de capitales por la política expansiva de

EEUU, el déficit fiscal y su financiamiento, mejora en los términos de intercambio y la depreciación del dólar. El Dr. Bolaños, expresidente del BCCR, considera que en caso de que el BCCR decida devaluar esto no precisamente se debería ver reflejado todo en una mayor inflación si se hace un análisis integral y se opta por realizar cambios adicionales como:

1. Colocar más bonos y eliminar "sacar dólares" (acumular reservas) de la economía y quitarle poder de compra a los consumidores.
2. Disminuir el crecimiento del salario real en términos de bienes y servicios transables.
3. Establecer impuestos o bajar el gasto público para contraer la demanda interna.
4. Establecer restricciones a las entradas de capitales.

Finalmente, justifica que el tipo de cambio real se va a depreciar cuando las tasas de interés y los flujos de capitales vuelvan a ser más normales en EEUU y otros países desarrollados.

2. Perspectiva del Tipo de Cambio. MSc. Francisco Llobet.

La ponencia de el presidente de la Cámara de Comercio de Costa Rica fue enfocada en los factores que han ocasionado una pérdida de competitividad y los eventuales problemas que una devaluación del tipo de Cambio Nominal sobre la economía.

La competitividad del país no sólo por el tipo de cambio se ha visto afectada, sino que también por los altos costos en la electricidad, el precio de los combustibles, el deterioro, atraso y poca inversión en infraestructura pública y las altas tasas impositivas.

Por ello, aumentos en el TCN conducirían a un incremento en la inflación, ocasionado por un efecto traspaso a los bienes y servicios internos, presionando los salarios, otros costos de producción al alza y generando una reacción de mayores tasas de interés.

Todo ello, en un contexto nacional poco alentador con un crecimiento económico moderado, altas tasas de desempleo, disminución de la Inversión Extranjera Directa y un sentido de desconfianza.

En vista de modificaciones sostenidas del Tipo de Cambio Real buscando una mayor competitividad en el comercio internacional, es necesario actuar sobre los determinantes macroeconómicos del mismo. Factores como el gasto corriente del Gobierno General como porcentaje del PIB, la

productividad de los factores debe de incrementarse, el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB debe de mejorar y el diferencial de tasas de interés local y externa también.

En cuanto a la postura de la Cámara de Comercio de Costa Rica, el utilizar intervenciones en el mercado cambiario con el fin de modificar el Tipo de Cambio Real produce efectos solamente transitorios y empeora la situación general de todos los agentes en la economía, pues, las políticas monetarias expansivas no llevan a crecimiento económico, por ello, reducir el gasto público y bajar las tasas de interés son las opciones en aras de evitar una apreciación del Tipo de Cambio Real más eficientes.

3. Política Cambiaria. MBA. Amedeo Gaggion.

La tercera exposición del evento estuvo a cargo del MBA Amedeo Gaggion, director de Mercados Globales de Banco Davivienda. Su ponencia estuvo dirigida a la expectativa que tiene la banca de la Política Monetaria.

Las oportunidades ante la Política Cambiaria para fortalecer el mercado cambiario, que pueda tener mayor profundidad y favorecer para una menor volatilidad en el tipo de cambio. Un mercado mayorista, que cumpla con las necesidades de algunos intermediarios, ya que, en MONEX muchas veces has posturas muy pequeños montos que provocan una distorsión de los precios, generando ruido sobre el tipo de cambio. Los horarios, deberían de ser más reducidos con el fin de concentrar la mayor cantidad de operaciones en un menor tiempo. Buscar posturas en firme, en vista de un mayor desarrollo del mercado cambiario y una reincorporación del Sector Público no Bancario al mercado de MONEX son medidas necesarias para mejorar la formación de precios.

En cuanto a las implicaciones de una devaluación en el sector Bancario, hay dos efectos importantes que resaltar, primero los efectos directos sobre el capital de los bancos, es decir, sobre la posición cambiaria de las entidades bancarias¹, y segundo, una posición desde el punto de vista de los clientes². El modelo de multi-moneda es un modelo a nivel de ventajas y desventajas que por el tamaño de la economía costarricense y su nivel de integración en los mercados mundiales supera cualquiera de las limitaciones que pueda tener, además, de las ventajas con nuestro modelo de desarrollo, que le permite a muchas empresas poder operar en dólares.

¹ Diferencia entre activos y pasivos,

² Cuentas corrientes, depósitos a plazo y entre carteras de créditos.

Por otra parte, los efectos de una devaluación sobre los bancos sería variado, ello, de acuerdo a la posición que tenga cada uno de los bancos. Entidades con patrimonios dolarizados que ante una devaluación tendrían un beneficio. Ahora bien, los efectos sobre los clientes, la normativa de SUGEF permite hacer un análisis de la capacidad de crédito de cada uno de los clientes, donde la capacidad de pago es primordial y en ello se toma en cuenta la vulnerabilidad de los choques por tipo de cambio y tasas de interés, siendo clave para entender eventuales movimientos en el tipo de cambio.

El accionar del gobierno ha favorecido la apreciación del colón, así como la volatilidad en las tasas de colones han generado desconfianza en algunos agentes.

En caso de una devaluación, existen algunas soluciones para mitigar estos riesgos, instrumentos existentes en el mercado como los contratos *forward*, para mitigar la exposición de las empresas ante la volatilidad de la moneda. Además, respecto a las tasas de interés, China genera incertidumbre en los mercados globales, así como el accionar de la Euro Zona y la recuperación de los EEUU.

Para mitigar el riesgo en alza de las tasas de interés –como se espera que ocurra con la tasa de Fondos Federales– un SWAP permite fijar el precio de los activos durante largo plazo.

En conclusión, las decisiones dependen de cada agente económico, pero ante la incertidumbre existen instrumentos para cubrir los riesgos que generan las diferentes operaciones del mercado.

4. Política Cambiaria del Banco Central de Costa Rica. MSc. Eduardo Prado

Como exposición de cierre, el Gerente del Banco Central de Costa Rica, MSc. Eduardo Prado mostró la posición de la institución respecto a su Política Cambiaria.

Entre los principales objetivos del Banco Central se encuentra mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional y asegurar su conversión a otras monedas. Asegurar la convertibilidad de la moneda, sin restricción para la negociación de divisas por parte de los agentes económicos, no corresponde a un tipo de cambio fijo, deseable una variabilidad y libre movilidad de capitales.

El tipo de cambio es importante pues existe una relación entre este y la inflación, para algunas actividades económicas existe una relación directa y positiva entre el tipo de cambio y rentabilidad, además de que parte del ahorro y crédito se encuentran en dólares.

El régimen cambiario de flotación administrada se caracteriza por un tipo de cambio en su mayoría determinado por el mercado, no existe una ruta predecible para el tipo de cambio, por lo cual, una trayectoria estable del mismo no es resultado de acciones oficiales. El Banco Central puede intervenir de manera directa o indirecta, para moderar volatilidad excesiva, pero a diferencia de un régimen de bandas cambiarias, no existen políticas para alcanzar un nivel específico de tipo de cambio. Algunos indicadores que motivan o justifican intervenciones del Banco Central son la posición de balanza de pagos; el nivel de reservas internacionales y desarrollo de mercados paralelos. Se admiten ciertos grados de volatilidad, dependiendo de la magnitud de los choques que enfrente la economía.

Durante el período de flotación administrada el país ha experimentado un incremento en el flujo de divisas, mejorando los términos de intercambio, endeudamiento bancario y del Gobierno. En contraste con las monedas de otros países latinoamericanos³, el colón ha sufrido una apreciación. Ante ello, el Banco Central ha adquirido divisas para atender requerimientos del sector público y mejorar el "blindaje" financiero del país.

Respecto al tipo de cambio real, este determina los incentivos para la asignación de recursos y el gasto entre las actividades productoras de bienes y servicios transables y no transables. El Tipo de Cambio Real de equilibrio no es observable, no se puede calcular igual que el valor del indicador del tipo de cambio real y no es constante a lo largo del tiempo.

De esta manera, aumentos del tipo de cambio nominal en aras de generar un incremento en el tipo de cambio real, provocará mayores tasas de interés reales, reduciendo la capacidad de crecimiento de la economía, con un efecto sobre el tipo de cambio real transitorio, provocando mayor inflación, mayores tasas de interés, menor crecimiento, etc.

³ Colombia, México, Chile, Perú, Brasil