

¿Por qué el Banco Central redujo el Encaje Legal y su Tasa de Política Monetaria?

Departamento de Programación Monetaria y Estudios Económicos

Recientemente el Banco Central de la República Dominicana (BCRD) anunció un conjunto de medidas monetarias, de corte expansivo, orientadas a dinamizar la economía a través del crédito, en un contexto donde la inflación se encuentra por debajo del límite inferior de la meta de $4\% \pm 1\%$ establecida en el Programa Monetario. Con el propósito de informar debidamente a los agentes económicos y contribuir a que las expectativas de inflación se mantengan en torno a la meta, consideramos oportuno analizar el razonamiento macroeconómico de estas medidas y su posible impacto sobre variables importantes como la inflación, el crédito privado y el crecimiento económico.

Para entender las recientes medidas de política monetaria implementadas por el Banco Central, es necesario tomar en cuenta las condiciones externas e internas que enfrentaba nuestra economía, las cuales han cambiado significativamente desde la última decisión del Comité de Mercado Abierto de aumentar la Tasa de Política Monetaria (TPM) en el mes de marzo. En aquel momento tres elementos motivaron la decisión: (1) la reversión del choque positivo de oferta, asociado a la baja en los precios del petróleo, que había permitido a la economía dominicana crecer por encima de su potencial con baja inflación en los últimos tres años; (2) el proceso de incremento de la tasa de interés de fondos federales de la Reserva Federal de Estados Unidos de América (EUA) como parte del proceso de normalización de su política monetaria; y (3) una mayor incertidumbre en torno a las políticas económicas del nuevo gobierno de EUA.

En este contexto, las perspectivas a inicios de año apuntaban a que el crecimiento se acercaría gradualmente a su potencial en torno a 5.0-5.5% y que la inflación convergería al centro de la meta, por lo que la postura de política monetaria se tornaba neutral.

Sin embargo, como se presenta a continuación, **las condiciones internacionales y el entorno doméstico han variado desde entonces, requiriendo medidas de política** para mantener un desempeño económico favorable durante el resto del año 2017 y 2018.

¿Qué ha cambiado desde la anterior decisión de política monetaria?

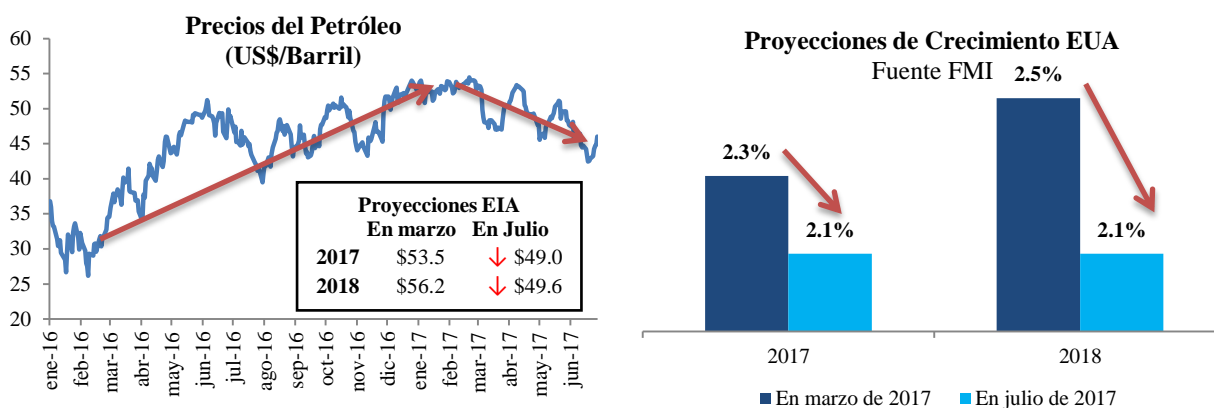
Por un lado, desde el mes de marzo se moderó el incremento que venía registrando el precio del petróleo en los mercados internacionales provocando que las agencias especializadas y los organismos multilaterales revisaran a la baja sus pronósticos para el precio de este bien primario. Como ejemplo, la Agencia Internacional de Energía (EIA, por sus siglas en inglés) revisó a la baja su proyección del precio del petróleo WTI para 2017 de US\$53.5 en marzo a US\$49.0 en julio (equivalente a disminución de 8.5%). Del mismo modo, para 2018 la EIA redujo sus pronósticos del precio del petróleo WTI de US\$56.2 en marzo a US\$49.6 en julio (equivalente a

Página Abierta

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

una disminución de 11.7%), lo cual influiría en menores presiones inflacionarias para República Dominicana.

Por otro lado, el proceso de normalización de la política monetaria de EUA se ha tornado más gradual de lo inicialmente previsto ante una reducción en la inflación en los meses recientes. De acuerdo al más reciente comunicado por parte de la Reserva Federal y, en base a las expectativas del mercado, se espera que la política monetaria en EUA mantenga una postura acomodaticia por el resto del año, lo que contribuiría a mantener por más tiempo condiciones financieras internacionales menos restrictivas y a apoyar el flujo de capitales para las economías emergentes.



Adicionalmente, las proyecciones de crecimiento para EUA, nuestro principal socio comercial, han sido revisadas a la baja ante la imposibilidad del nuevo gobierno de implementar en el corto plazo el proyecto de estímulo fiscal que había anunciado. Bajo este argumento, el Fondo Monetario Internacional corrigió recientemente a la baja los pronósticos de crecimiento de EUA de 2.3% a 2.1% para 2017 y de 2.5% a 2.1% para 2018.

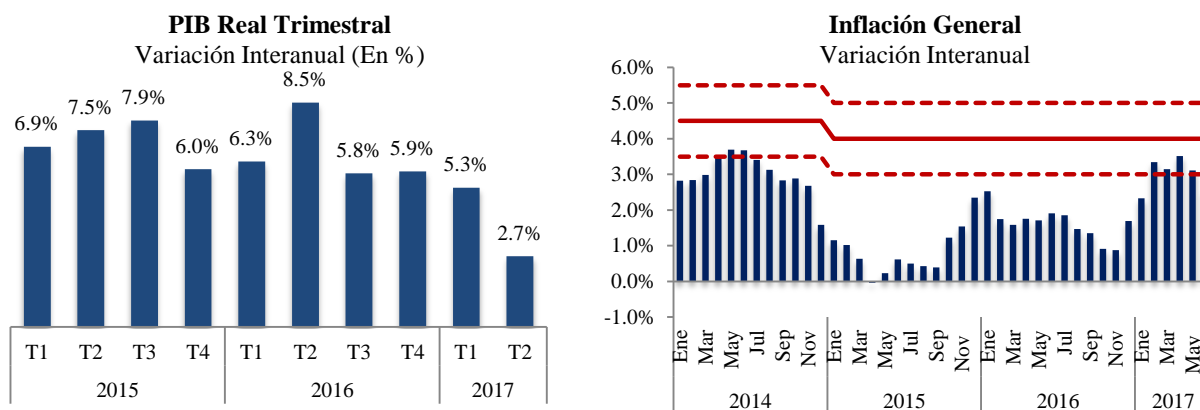
Esta nueva realidad de un entorno internacional complejo, se ha conjugado con nuevos elementos del entorno doméstico a través de un choque de demanda, que ha influido en una desaceleración importante en la actividad económica en los últimos meses. Cifras preliminares señalan que el crecimiento económico durante el primer semestre del 2017 se situó en 4.0%, influido principalmente por una ralentización durante segundo trimestre de 2017. En efecto, el crecimiento económico interanual se moderó de 5.3% en el período enero-marzo a 2.7% en el período abril-junio, influenciado principalmente por una reducción de -10.5% en el componente de la inversión en la demanda agregada durante el último trimestre.

Este resultado estuvo condicionado por una menor inversión privada asociada a factores de incertidumbre externos e internos sobre las expectativas de los agentes privados. Adicionalmente, el ajuste de la política fiscal fue mayor al previsto. Al mes de mayo, el gasto público se redujo de forma interanual en -2.4%, influenciado principalmente por caída de -13.7% en el gasto de capital.

Página Abierta

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

Este ajuste en el gasto, unido a ingresos fiscales por encima de lo presupuestado, ha contribuido a que el déficit del Sector Público No Financiero (SPNF) al cierre de mayo sea de apenas -0.5% del PIB.

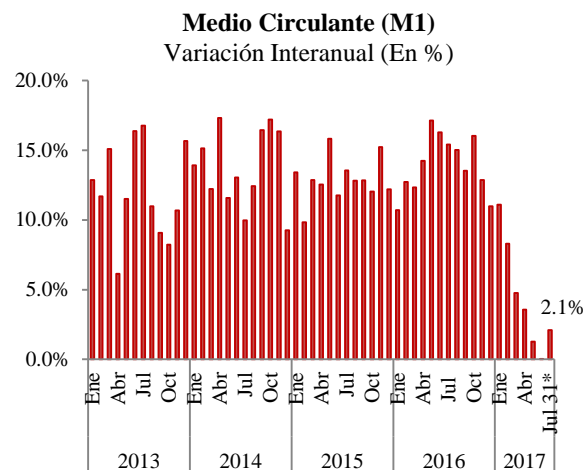


Bajo este ambiente de incertidumbre, el crecimiento de los préstamos al sector privado se fue moderando más allá de lo previsto en Programa Monetario, al tiempo que la expansión de los agregados monetarios se redujo significativamente ante una menor demanda de dinero. Esta desaceleración de las condiciones monetarias durante el primer semestre se produjo a pesar de que el BCRD mantuvo niveles elevados de liquidez, reflejándose en menores tasas de interés de mercado. En efecto, la tasa activa promedio ponderado de los bancos múltiples se redujo de 16.7% en enero de 2017 a 13.2% en junio de ese mismo año.

Es importante señalar, que otro factor que contribuyó a la moderación de la actividad económica fue la reducción en la demanda de crédito, por lo que la liquidez provista por el BCRD no fue canalizada oportunamente al sector privado, lo que provocó que las entidades financieras tuvieran saldos líquidos sin utilizar. Como consecuencia, estos recursos se mantuvieron como depósitos remunerados de corto plazo de las entidades financieras (overnight) en el BCRD, que aumentaron de un promedio de RD\$14,500 millones en el período 2015-2016 a RD\$24,500 millones en promedio desde marzo de 2017. Es decir, que estos recursos estaban disponibles para las entidades financieras en caso de que los agentes económicos los demandasen en forma de nuevos préstamos.

Página Abierta

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



Asimismo, los menores precios del petróleo y la desaceleración de la demanda interna provocaron que la inflación revirtiera la tendencia al alza que venía registrando desde finales de 2016. En efecto, la inflación acumulada durante el primer semestre fue de 1.02%, mientras que la inflación interanual descendió a 2.55%, nueva vez por debajo del límite inferior del rango meta de $4\% \pm 1\%$ establecido en el Programa Monetario de 2017, lo cual le da un mayor espacio a la política monetaria para estimular la demanda agregada y por ende el crecimiento económico.

Es en este contexto, de un crecimiento económico por debajo del potencial y de una inflación inferior al rango meta, el BCRD decidió implementar las siguientes medidas expansivas: (1) reducir en 50 puntos básicos su TPM de 5.75% a 5.25% y (2) disminuir 2.2 puntos porcentuales del coeficiente de encaje legal para dinamizar a la economía a través del crédito, lo cual conlleva la liberación de más de RD\$20,400 millones para los sectores productivos, de exportación, agropecuario, comercio, adquisición de viviendas, las MYPIMES y al consumo.

¿Qué efectos se esperan de estas medidas monetarias?

La evidencia para la economía dominicana señala que **el impacto de cambios en la tasa de política monetaria en las variables macroeconómicas es más rápido y poderoso cuando se acompaña de una liberación de recursos del encaje legal**, pues tiende a acelerar el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

De forma particular, la reducción del encaje legal genera un estímulo al crédito en una magnitud significativamente superior a los RD\$20,423 millones liberados. Esto se explica debido a que se está disminuyendo el requerimiento de encaje legal de 14.3% a 12.1% para los depósitos de la banca múltiple y de 10.1% a 7.9% para los del resto de las entidades financieras. Esta medida incrementa el multiplicador del crédito, al permitir que las entidades de intermediación financiera puedan prestar una mayor proporción de cada peso captado como depósito.

Página Abierta

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

Así, se aumentan los recursos disponibles para ser canalizados como préstamos a la economía y se reducen los costos operativos de la intermediación financiera. Por esta razón, y en la medida que operen los mecanismos de transmisión, es de esperarse que estas decisiones de política monetaria contribuyan a una reducción generalizada en las tasas de interés de mercado y a una aceleración del crédito privado.

Tomando estos factores en cuenta, las estimaciones del Departamento de Programación Monetaria y Estudios Económicos, señalan que estas medidas permitirán que la expansión de los préstamos privados se ubique en el rango de 12-14% para el cierre del año 2017. Adicionalmente, conforme se vaya normalizando la demanda de dinero, el Medio Circulante y la Oferta Monetaria Ampliada mostrarán un mayor crecimiento, proyectándose una expansión en torno a 6-8% y 10-12% en 2017, respectivamente, aproximándose a lo contemplado en el Programa Monetario de este año. Vale mencionar que las condiciones monetarias más favorables a partir de las recientes decisiones deberán incidir en una recuperación de la inversión privada.

Esto, unido a una política fiscal más activa durante el segundo semestre, consistente con el déficit presupuestado de -2.3% del PIB, permitiría que el crecimiento económico se dinamice en torno a su potencial de 5% durante el resto 2017 y en 2018.

Asimismo, por las bajas presiones inflacionarias vigentes, las proyecciones indican que la inflación se mantendría en torno al límite inferior del rango meta de $4\% \pm 1\%$ en 2017 y convergería al valor central de la meta para 2018.

Resulta importante destacar que el buen desempeño de las actividades generadoras de divisas, como las exportaciones, el turismo y las remesas, junto a una mayor inversión extranjera directa, permitirán que continúe el proceso de fortalecimiento de las reservas internacionales y facilitará el mantenimiento de la estabilidad relativa del tipo de cambio.

Por último, las decisiones recientemente adoptadas son consistentes con el esquema de Metas de Inflación, que plantea que el Banco Central debe estimular oportunamente la actividad económica siempre que existan los espacios monetarios y sin comprometer la meta de inflación.

De esta forma, las medidas implementadas están orientadas a contribuir con el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos, con una inflación que converge a su meta y un crecimiento económico consistente con su capacidad potencial.

El Banco Central continuará dando seguimiento a las condiciones internas y externas a fin de tomar oportunamente las medidas necesarias para mantener el buen desempeño y la estabilidad macroeconómica que se han logrado en los últimos años.