

Algunas Consideraciones sobre el Rol de las Políticas Económicas

Por el Departamento de Programación Monetaria y Estudios Económicos

En días pasados, se publicó en varios medios de prensa, un análisis de la autoría del Centro Regional de Estrategias Económicas Sostenibles (CREES) sobre las recientes medidas de política monetaria tomadas por el Banco Central de la República Dominicana (BCRD) y su posible impacto en el crecimiento económico y la inflación¹. En este sentido, se ha considerado pertinente realizar algunas puntualizaciones sobre las medidas tomadas y explicar su consistencia con el objetivo del BCRD de mantener la estabilidad de precios.

1. Medidas Expansivas de Política Monetaria

Durante el primer trimestre de 2013 se evidenciaba un deterioro importante en la actividad económica en la República Dominicana. Particularmente, se observaba una caída en el consumo y la inversión privada que, combinada con una contracción del gasto público (aproximadamente -16.0% de forma interanual) más allá de lo previsto en el Presupuesto, incidieron en que la producción nacional registrara un crecimiento incipiente de solo 0.3% en el período enero-marzo. Esta situación doméstica se hacía aún más delicada con el agravamiento de las condiciones económicas internacionales. La debilidad en la demanda interna llevó a dos meses consecutivos de inflación negativa, lo que estaba contribuyendo a que los pronósticos de inflación se ubicaran en torno al límite inferior de la meta de $5.0\% \pm 1.0\%$ para 2013.

En este contexto, el BCRD, en coordinación con el Gobierno Central, decidió implementar un nuevo conjunto de medidas orientadas a estimular la demanda agregada, sin que las mismas pusieran en riesgo la meta de inflación. Específicamente, en materia monetaria se aprobó: a) una reducción de la Tasa de Política Monetaria de 75 puntos básicos; b) la liberación de recursos de encaje legal por RD\$20 mil millones para financiamiento de actividades productivas; c) el aumento de la liquidez a través del fortalecimiento de las Reservas Internacionales; y d) la flexibilización de los requerimientos para acceso al crédito por parte de pequeños deudores.

En el mismo sentido, el Gobierno anunció una dinamización del gasto público en unos RD\$9 mil millones, especialmente en gastos de inversión. Adicionalmente, se destinarían alrededor de RD\$1 mil millones tanto para el financiamiento del sector agropecuario como para el de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES).

El análisis del CREES hace referencia a que estas medidas de expansión monetaria no han tenido el efecto esperado, argumentando que el comportamiento de los agregados monetarios al mes de junio ha sido restrictivo, razonamiento que no corresponde con la realidad lo cual se demostrará en lo adelante. La afirmación de dicho centro se basa en calcular las variaciones porcentuales entre diciembre de 2012 y Junio 17 de 2013, lo que resulta en crecimientos de -5.4% en la Base Monetaria Restringida, -3.8% en el Medio Circulante (M1), 1.7%

¹ "Análisis de la Política Monetaria en la República Dominicana" publicado el 4 de julio de 2013 por el Centro Regional de Estrategias Económicas Sostenibles (CREES).

Página Abierta

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

en la Oferta Monetaria Ampliada (M2) y 2.8% en el Dinero en Sentido Amplio (M3). Hacer este tipo de comparación con datos monetarios acumulados desde diciembre resulta engañoso y sesgado, ya que al cierre de cada año se registra un aumento estacional importante en todos los agregados monetarios por el incremento de la demanda de dinero, para luego caer en los primeros meses del año.

Para mostrar por qué este enfoque está errado, basta señalar que durante el período 2005-2012, año tras año, la variación de la base monetaria entre diciembre y junio ha sido siempre negativa. De hecho, el promedio de la caída de la base monetaria en estos años ha sido de 4.0%, sin importar que se estuviese aplicando una política monetaria expansiva o restrictiva o que se estuviese en un proceso de acumulación de reservas internacionales en ese momento. Más aún, desde el año 2002, solo se observa un crecimiento positivo en la base entre diciembre y junio y es en el periodo 2003-2004, claramente explicado por la expansión monetaria anormal debido al rescate financiero de tres entidades bancarias.

Para remediar esta discrepancia estacional lo correcto es analizar las tasas de crecimiento en términos interanuales, es decir, comparar los datos de junio 2013 con los del mismo mes del año anterior. **Al realizar este análisis, queda evidenciado que las condiciones monetarias efectivamente se han tornado expansivas.** Específicamente, al cierre de junio, el crecimiento interanual de la Base Monetaria fue de 8.4%, del Medio Circulante (M1) de 16.4%, de la Oferta Monetaria Ampliada (M2) de 8.8% y del Dinero en Sentido Amplio (M3) de 10.9%. **Este comportamiento de los agregados no ha puesto en peligro la meta de inflación del BCRD.** Al cierre de junio, la inflación interanual alcanzó 4.8%, por debajo del valor central de la meta del Programa Monetario de $5.0\% \pm 1\%$.

Finalmente, cabe aclarar que las medidas también han tenido un impacto importante en las tasas de interés de mercado y en el crédito privado. En ese sentido, entre el cierre de abril y junio, las tasas de interés de mercado se han reducido en aproximadamente 200 puntos básicos y los préstamos al sector privado en moneda nacional se han incrementado en casi RD\$17 mil millones. En este sentido, se observó una aceleración en la expansión de los préstamos al sector privado en moneda nacional, al pasar de un crecimiento interanual de 3.5% en diciembre 2012 a un crecimiento interanual superior a 11% al cierre de junio, sin generar distorsiones sobre la estabilidad macroeconómica.

2. Excedente de Liquidez Estructural del Sistema Financiero

En su documento, el CREES también hace referencia a la existencia de un excedente de liquidez importante, pero se debe señalar que la economía dominicana, como otras de la región, tiene un componente de liquidez estructural que data de la crisis financiera de 2003-2004. Esta liquidez es administrada mediante el uso de instrumentos financieros con el propósito de no perturbar el buen funcionamiento del mercado monetario.

Ese excedente se originó con el rescate bancario que implicó una gran expansión monetaria y posteriormente, el uso intensivo de certificados de inversión del Banco Central para mitigar el

Página Abierta

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

efecto que esa expansión tendría sobre las expectativas y la inflación. El pago de intereses de esos certificados y sus correspondientes vencimientos son los factores que contribuyen a esa expansión de liquidez estructural.

Para enfrentar el reto que representa el excedente de liquidez estructural, el BCRD ha implementado desde inicios de 2013 un nuevo esquema de gestión de liquidez. Dicho esquema tiene como objetivo realizar un manejo de liquidez más activo y, en una segunda etapa, llevar a las entidades financieras a colocar estos recursos en títulos de más largo plazo. Se espera que este nuevo esquema contribuya a la profundización del mercado interbancario. En los seis meses que tiene de vigencia este sistema, la tasa interbancaria se redujo en más de 200 puntos básicos y el volumen de operaciones ya sobrepasó lo realizado en todo el año 2012.

Finalmente, se debe aclarar que esta liquidez estructural es diferente al componente coyuntural de la liquidez, que lógicamente ha aumentado en un entorno de política monetaria expansiva. Este excedente coyuntural se irá reduciendo de forma gradual en la medida que aumente la demanda de dinero, influenciada por menores tasas de interés, y de que se normalice el gasto público.

3. Dos visiones distintas sobre rol de las Políticas Económicas

Un tercer punto que es importante aclarar sobre el documento del CREES, es que la interpretación del posible impacto que puedan tener las medidas monetarias tomadas por el BCRD, está condicionada por el enfoque libertario que caracteriza a dicho centro, asociado a la visión de la Escuela Austríaca del comportamiento de la economía. Esta visión guarda importantes diferencias con el enfoque de todos los bancos centrales que opera bajo un esquema de Metas de Inflación, el cual está influido por las ideas macroeconómicas de la Escuela Nekeynesiana.

La visión libertaria de la escuela austríaca favorece una economía plenamente de mercado y considera que medidas de políticas monetaria y fiscal son inefectivas para lograr un mayor crecimiento económico, haciendo los ciclos de negocios más inestables. En otras palabras, esta escuela de pensamiento plantea que cuando el Banco Central baja tasas de interés facilitaría a que se financien proyectos de alto riesgo que podrían exacerbar la volatilidad de los ciclos económicos.

En cuanto a la política fiscal, esta escuela promueve una participación mínima del Estado en el funcionamiento de la economía. Más recientemente, el CREES ha vuelto a plantear su propuesta de reducir las tasas de impuestos y ampliar la base impositiva. Dicha propuesta debe ser cuidadosamente evaluada pues podría provocar una disminución abrupta en las recaudaciones tributarias y deterioraría las finanzas públicas. Esta situación limitaría aún más la capacidad del gobierno de expandir el gasto social y el gasto en inversión, perjudicando de forma particular a los sectores más vulnerables de nuestra sociedad.

A diferencia del enfoque libertario, la visión nekeynesiana favorece la coordinación de las políticas monetaria y fiscal para lograr un crecimiento económico sostenible en el largo plazo, mejorar el empleo e incrementar el bienestar de la sociedad. Específicamente, el esquema de Metas de Inflación asume que mientras se mantenga la estabilidad de precios y se logren anclar las

Página Abierta

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

expectativas de los agentes económicos, las tasas de interés pueden jugar el rol de suavizar el ciclo económico, evitando recesiones prolongadas y expansiones que lleven al sobrecalentamiento de la economía. Existe un gran volumen de evidencia empírica que muestra que países con metas de inflación, logran inflaciones más bajas y estables, crecen más y son menos propensas a situaciones de crisis.

En conclusión, los hogares y las empresas valoran tener certidumbre sobre la evolución de las principales variables macroeconómicas, particularmente sobre los precios y el tipo de cambio, para tomar sus decisiones de consumo, ahorro e inversión. Cuando la inflación es alta y volátil, los agentes económicos, por lo general, prefieren no aventurarse a utilizar sus recursos para crear nuevas empresas o adquirir bienes y servicios.

Es por esto que la mejor contribución que un banco central puede hacer al crecimiento sostenible de la economía es preservar la estabilidad de precios, evitando así episodios de triste recuerdo como fueron las crisis de 1990 y de 2003-2004, los cuales llevaron a bajo crecimiento económico, grandes depreciaciones cambiarias, alto desempleo y aumento de la pobreza.