

## **Análisis Macroeconómico de las Medidas de Política Monetaria**

---

El 28 de agosto de 2013 el Banco Central de la República Dominicana (BCRD) anunció un conjunto de medidas monetarias orientadas a mitigar la volatilidad cambiaria observada recientemente y el impacto que la misma pudiera generar sobre el nivel de precios, y por ende alterar su objetivo de inflación, además de afectar la estabilidad macroeconómica. En esta ocasión consideramos oportuno analizar el razonamiento detrás de las medidas y su posible impacto sobre variables tan importantes como la inflación, el crédito privado y el crecimiento económico.

Lo primero que debemos tener en cuenta es el estado de las condiciones económicas vigentes en los primeros meses del año al momento de tomar las medidas expansivas y los factores que las motivaron.

La economía dominicana registró una desaceleración importante durante el primer trimestre del año al crecer de forma interanual tan sólo 0.3%, asociado a una contracción en la demanda interna. Esta merma en la actividad económica estuvo influenciada por un proceso de consolidación fiscal, más acelerado que el previsto, con el propósito de reducir el déficit en el año a 2.8% del PIB, mediante una reforma fiscal que combinó mayores ingresos tributarios y una importante reducción del gasto público, especialmente en gastos de inversión.

Por otra parte, la debilidad de la demanda agregada contribuyó a que disminuyeran las presiones inflacionarias y que el impacto sobre el nivel de precios de la reforma fiscal se disipara rápidamente, llegando inclusive a registrarse en los meses de abril y mayo inflaciones mensuales negativas. En ese momento las proyecciones señalaban que la inflación interanual se ubicaría muy por debajo del valor central de la meta de  $5.0\% \pm 1.0\%$  para 2013.

En este contexto, en el mes de mayo el Banco Central y el Gobierno diseñaron un plan coordinado con el objetivo de estimular la demanda interna y así contribuir a con la reactivación de la actividad económica. Por el lado de la política fiscal se observó un mayor dinamismo en el gasto público, particularmente en los gastos de capital que aumentaron en más de RD\$23 mil millones en mayo-junio y en el financiamiento al sector agropecuario por alrededor de RD\$6 mil millones y a las Mypimes por aproximadamente mil millones.

Por parte de la política monetaria, se implementó un conjunto de medidas expansivas que consistieron en: (1) la reducción en 75 puntos básicos de la Tasa de Política Monetaria (TPM) al pasar de 5.0% a 4.25%, (2) la liberalización de aproximadamente RD\$20 mil millones de los recursos de encaje legal para financiar a los sectores productivos, y (3) la flexibilización de los requerimientos para acceso al crédito por parte de pequeños deudores.

Estas medidas incidieron en una reducción de las tasas de interés de mercado y una dinamización del crédito al sector privado. En efecto, durante los meses de mayo-agosto los préstamos al sector privado en moneda nacional se incrementaron en más de RD\$27,000 millones de pesos, llegando a alcanzar una tasa de crecimiento interanual cercana al 15% al cierre de agosto. Del total de los

## Página Abierta

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

recursos liberados de encaje legal se han canalizado más de RD\$14,600 millones, principalmente a los sectores productivos, adquisición de viviendas y consumo.

Esta mejoría del crédito al sector privado y la normalización del gasto público contribuyeron a que la actividad económica comenzara a recuperarse al crecer en 2.8% de forma interanual en el segundo trimestre del año.

**Ahora bien, ¿Cuáles son las condiciones actuales de la economía y cómo han influido los factores internos y externos en la evolución reciente del tipo de cambio?**

Por el lado de la política fiscal, durante el primer semestre del año se realizaron los ajustes necesarios, tanto en el gasto público como en los ingresos, para lograr un ordenamiento de las finanzas públicas. Al cierre de junio, el gasto público se contrajo de forma interanual en 7.1% luego de haberse reducido en 23% al mes de abril, mientras los ingresos se incrementaron en 12.9% en el mismo período, resultando en un déficit de sólo 1.1% del PIB estimado para todo el año, en base devengada y de acuerdo a la metodología del FMI de financiamiento por debajo de la línea, menor al 1.4% del PIB consistente con lo previsto en el Presupuesto Nacional. Es decir, no hay factores que provengan del sector fiscal que hayan podido generar presiones alcistas sobre el tipo de cambio.

En cuanto a la oferta de dinero, los agregados monetarios no presentan condiciones excesivas de liquidez. Específicamente, al cierre de agosto la Base Monetaria Restringida y la Base Monetaria Ampliada, es decir la Emisión Monetaria del Banco Central, presentan caídas interanuales de 1.5% y 6.3%, respectivamente, mientras el Medio Circulante (M1) creció en agosto en forma interanual alrededor de 10.8%, asociado más bien al efecto multiplicador del crédito provocado por los recursos liberados del encaje legal, en línea con lo contemplado en el Programa Monetario. Es decir, tampoco hay factores por el lado de la oferta monetaria que generen presiones deprecatorias sobre el tipo de cambio.

Sin embargo, a pesar de no evidenciarse desequilibrios tanto en el sector fiscal como en el monetario, confluyeron varios factores económicos que provocaron un incremento importante en la volatilidad del tipo de cambio en los últimos meses. Dentro de estos factores se pueden citar, (1) con respecto a lo que ocurría internacionalmente, el proceso de reversión de capitales de las economías emergentes que llegó a alcanzar más de US\$26 mil millones ante el anuncio del Presidente de la Reserva Federal de que se iniciaría el retiro del estímulo monetario vigente afectando el flujo de dólares a estas economías y (2) con respecto a la situación del sector externo de nuestra economía, se venía observando una caída en la oferta de divisas asociadas a la disminución en las exportaciones nacionales, excluyendo las de oro, plata y ferroníquel y zonas francas, así como una disminución en la inversión extranjera directa con respecto al pasado año en el cual se registraron niveles históricamente elevados, además al retraso en los desembolsos externos de los organismos multilaterales y observándose un modesto desempeño en actividades generadoras de divisas como el turismo y las remesas.

Es importante señalar que para economías pequeñas y abiertas, episodios de excesiva volatilidad del tipo de cambio presentan riesgos importantes a la estabilidad macroeconómica asociados

## Página Abierta

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

principalmente a sus posibles impactos sobre el nivel de precios. Particularmente para la República Dominicana el riesgo más importante lo constituye el traspaso de tipo de cambio a precios, lo que encarece los bienes, servicios e insumos importados así como los efectos de segunda vuelta sobre artículos producidos localmente. Además, variaciones bruscas del tipo de cambio tienen un efecto desestabilizador en las expectativas y en la certidumbre que deben tener los agentes económicos sobre el futuro inmediato, influidas por el hecho de que las crisis económicas dominicanas han estado siempre acompañadas de crisis cambiarias (tal como pasó en 1984, 1990 y 2003-2004).

**Cabe destacar que, ante las expectativas de depreciación cambiaria y bajas tasas pasivas de interés en moneda nacional, se estuvo produciendo un incentivo a la dolarización de los ahorros por un rendimiento real negativo que pudo ser un elemento más que exacerbara las recientes presiones al alza sobre el tipo de cambio.**

En este contexto, el Banco Central, al igual que varios bancos centrales de economías emergentes, y atendiendo a su mandato constitucional de preservar la estabilidad de precios, anunció un conjunto de medidas con el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio y evitar poner en riesgo su objetivo de inflación. Estas medidas incluyen el aumento en 200 puntos básicos de su TPM, pasando de 4.25% a 6.25%, y el estrechamiento en 50 puntos básicos del corredor de sus facilidades permanentes expansión y contracción de liquidez e intervenciones en el mercado cambiario para suplir la oferta de divisas.

### ¿Qué debemos esperar hacia adelante?

Algunos analistas económicos han mostrado preocupación por el impacto negativo que puedan tener estas medidas sobre el crecimiento y el empleo. Sobre este aspecto se deben tomar en cuenta varios factores que a nuestro entender mitigarían el efecto de estas medidas sobre la actividad económica.

Lo primero que debe tomarse en cuenta es que debido al rezago con que operan los canales de transmisión de la política monetaria estas medidas no alterarían el crecimiento económico en lo que resta de 2013 manteniéndose la proyección cercana al 3.0%. De hecho, el dinamismo que se ha observado en estos meses recientes y que actualmente mantiene el crédito al sector privado continuará favoreciendo el consumo, la inversión privada y la producción nacional.

Se debe considerar que de los recursos liberados del encaje legal se han canalizado al financiamiento a los principales sectores productivos, adquisición de vivienda y consumo por más de RD\$14,600 millones beneficiando a aproximadamente 8 mil agentes privados sujetos de crédito. Estos financiamientos se han otorgado a una tasa de interés de un 9.0% por un plazo fijo de 6 años, por lo que no se verán afectados por las recientes medidas monetarias. Específicamente el sector de Manufactura ha recibido unos RD\$4,400 millones, Comercio y Mipymes cerca de RD\$3,100 millones, Agropecuaria RD\$3,000 millones; mientras que para adquisición de viviendas se han colocado unos RD\$2,700 millones y para Consumo alrededor de RD\$1,500 millones. Cabe señalar que los recursos que restan por colocarse a los sectores productivos, aproximadamente unos

## Página Abierta

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

RD\$5,400 millones, se encuentran en proceso de completarse la documentación requerida para su desembolso, en lo que resta de año bajo las condiciones aprobadas.

Un punto importante es que estos recursos que se han canalizado para estimular la economía, y los que restan por colocar, deberán suavizar el efecto de las medidas sobre las tasas activas del sistema financiero siendo un aliciente para las empresas y los hogares.

Mirando hacia delante, el crédito al sector privado, que actualmente se encuentra creciendo en torno a 15%, moderaría su ritmo de expansión convergiendo gradualmente a la tasa de crecimiento del PIB nominal estimada para 2014, entre 8% y 10%.

En este entorno de crecimiento saludable del crédito privado y finanzas públicas ordenadas, los modelos de pronósticos indican que la actividad económica en 2014 podría reflejar un crecimiento en el rango de 4.0%-5.0%, significativamente mayor al crecimiento estimado para 2013, de cerca de un 3.0%. Esto aun considerando los efectos del incremento de la tasa de referencia del Banco Central. Este crecimiento económico permitiría que se continúe cerrando gradualmente la brecha del producto respecto a su nivel potencial.

En cuanto a la inflación, las medidas monetarias adoptadas garantizan el cumplimiento de la meta de inflación para este año y no se proyectan desvíos adicionales durante el horizonte de política monetaria. De este modo, se mantienen los pronósticos de que la inflación estaría dentro del rango de  $5.0\% \pm 1.0\%$  para 2013 y  $4.5\% \pm 1.0\%$  para 2014.

Definitivamente, los dominicanos debemos tener en cuenta que *en economía no existen almuerzos gratis*. El Banco Central está consciente de los riesgos que enfrenta la economía dominicana ante un contexto internacional complejo, pero reafirma que el mejor aporte que puede realizar para se logre un crecimiento sostenible es preservar la estabilidad macroeconómica a través de mantener su compromiso con una inflación baja y estable que no perjudique los grandes conglomerados sociales de la nación. De esta forma los agentes económicos pueden, con relativa certidumbre, programar sus planes de consumo, ahorro e inversión que son el sustento el crecimiento, sobre todo en el presente año donde se ha canalizado un gran volumen de crédito a tasas de interés históricamente bajas y fijas por un período de 6 años.

No hay un antes ni un después cuando se toman decisiones que busquen mejorar la salud de la economía, lo importante es actuar oportunamente con decisión y firmeza cuando las condiciones económicas cambiantes lo ameriten. De forma similar a como se está reaccionando en la República Dominicana, los hacedores de políticas económicas de los demás países emergentes están tomando las medidas de lugar para enfrentar situaciones incluso peores que las nuestras.