

C·R·E·E·S

Centro Regional de Estrategias Económicas Sostenibles

Política monetaria à la dominicana

Centro Regional de Estrategias Económicas Sostenibles, Inc. (CREES)

Ernesto Selman

Febrero, 2015

Una moneda sana

El tipo de cambio no es más que el precio de una moneda extranjera denominada en la moneda local. En el caso dominicano, se usa la relación de intercambio entre el peso dominicano y el dólar estadounidense porque las reservas monetarias se denominan en ésta última moneda. Además, la mayor parte de las transacciones financieras y comerciales con el exterior se denominan en dólares estadounidenses. Es importante tomar en cuenta la dependencia de este tipo de economías a las importaciones, exportaciones y flujos de capitales del exterior.

Para cualquier economía, existe un fuerte argumento para mantener una moneda sana sin mayores sobre-saltos ni depreciación constante. En última instancia, ello perjudica a todo el mundo: a los consumidores por pérdida de poder adquisitivo y a emprendedores por distorsiones en los cálculos económicos y financieros de sus negocios, desincentivando la producción y la generación de empleos. Una moneda sana necesita fundamentos económicos sólidos que puedan sostener el valor de esa moneda en el tiempo. Medidas coyunturales de corto plazo que buscan pelear problemas estructurales son insuficientes para lograr ese objetivo.

Para fundamentos económicos fuertes, lo idóneo es:

1. Mantener presupuestos equilibrados y bajo nivel de deuda pública;
2. Emisión de dinero sustentado en activos que puedan mantener su valor en el tiempo (sin manipulación del dinero, que distorsiona las tasas de interés);
3. Leyes y regulaciones simples, poco onerosas y equitativas que incentiven el emprendimiento, la competencia y el cumplimiento de las reglas de juego en el mercado;
4. Impuestos bajos y simples que permitan estructuras de costos bajas para vivir y hacer negocios en la economía local; y,
5. Transparencia y mecanismos policiales/judiciales ágiles y competentes donde las acciones de anti-sociales que violan las reglas de juego asuman todo el peso de la ley.

La generación de riquezas e incrementos de productividad que todo ello genera imprime credibilidad y confianza en una moneda.

Desde principios del nuevo milenio se han adoptado políticas públicas populistas y clientelistas en la República Dominicana, donde los déficit fiscales han sido la regla y no la excepción. Desde entonces, la política monetaria ha sido acomodaticia a los procesos políticos de cada momento. Hay que recordar que la crisis bancaria entre 2003-2004 representó un episodio lamentable en la historia económica dominicana; pero, la respuesta de políticas públicas empeoró la situación. La deuda pública consolidada se ha multiplicado por siete veces y media entre 2000-2014; esto ha empujado la posición patrimonial del sector público consolidado a ser negativa.

Por otro lado, reglas de juego onerosas y discrecionales, monopolios, corrupción e impunidad distorsionan el clima de negocios y limitan la capacidad de generación de riquezas. Los servicios básicos como educación, salud y energía, son deficientes y, como consecuencia, existe baja productividad en la economía dominicana. En este análisis de fundamentos, la moneda dominicana no calificaría como una moneda sana.

Desde la crisis financiera internacional el valor del peso dominicano se ha sustentado, en gran medida, en endeudamiento externo e interno; esto mina aún más la credibilidad de cualquier moneda en el mediano plazo.

Contexto internacional

Antes de analizar las medidas del Banco Central de la República Dominicana (BCRD) es importante analizar el contexto monetario y financiero internacional. **A raíz de la crisis financiera internacional los bancos centrales que emiten moneda de reserva han aplicado políticas monetarias ultra-expansivas.** La Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos de América (EEUU) provocó una reducción del tipo de interés interbancario a, prácticamente, 0 por ciento. Para lograr esa meta emitió dinero nuevo en el sistema financiero, provocando un exceso de liquidez de US\$2.6 billones al 4 de febrero del presente año, que todavía permanecen en las instituciones de depósitos en EEUU.

Los bajos rendimientos que provocaron estas medidas indujeron a que inversionistas buscaran mayores rendimientos en mercados emergentes. Según Bloomberg, el flujo de capitales desde EEUU hacia países emergentes fue de US\$3.9 billones entre 2009-2013. En mayo de 2013, la Fed envió la primera señal de que estaría cambiando la política monetaria hacia una menos expansiva¹. No fue sino hasta diciembre de ese año que efectivamente el banco central de EEUU inició la reducción de la emisión de dinero inorgánica que venía realizando (emitía US\$85,000 millones mensuales).

Desde el último trimestre del 2014, cuando la Fed eliminó por completo las emisiones inorgánicas, se esperan incrementos de tipos de interés en EEUU; estimamos que ese proceso iniciará a mediados del 2015. Con el cambio de la política monetaria, los flujos de capitales a mercados emergentes se han reducido sensiblemente. Según el [Institute of International Finance](#) los flujos de capitales privados hacia mercados emergentes se redujeron en US\$261,000 millones ó 19.3% en 2014; se espera que se reduzcan en US\$25,000 millones adicionales en 2015 (ver informe [aquí](#)).

Por encima de esto, el Banco Central Europeo ha aplicado una política monetaria más expansiva durante los últimos meses a través de emisión de dinero inorgánico, lo que ha promovido un mayor fortalecimiento del dólar. **En efecto, el dólar estadounidense se ha fortalecido en 16.1% con respecto al euro durante los últimos doce meses (al 12 de febrero, 2015); también, se ha apreciado con respecto a la mayoría de monedas en el mundo.** Cuando una moneda se fortalece implica que la otra se debilita: el dólar estadounidense se ha fortalecido y las demás monedas se han debilitado. Con incrementos de los tipos de interés en EEUU, esa tendencia se reforzará en el futuro próximo.

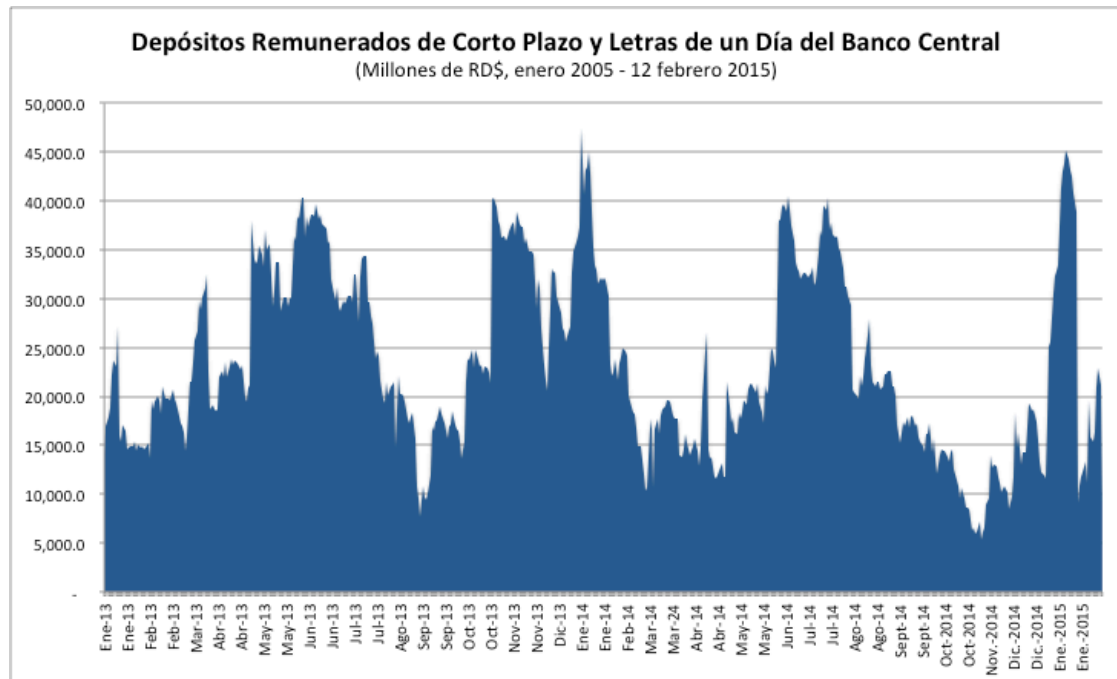
Política monetaria a la dominicana

La depreciación del peso dominicano con respecto al dólar estadounidense fue de 3.8% durante 2014, bajo en comparación a otras monedas de economías emergentes. **La**

¹ El BCRD decidió aplicar una política monetaria expansiva en mayo 2013, liberalizando encaje legal y reduciendo las tasas de interés. En ese sentido, se aplicaba una política monetaria contraria a lo que empezaron aplicar las economías emergentes por el cambio de la Fed hacia una política contractiva.

depreciación de 1.7% en las primeras semanas de este año estaba por encima de las expectativas de las autoridades. Un contexto monetario y financiero internacional diferente junto a condiciones monetarias laxas en el país influyeron en el debilitamiento de la moneda local². Para el 16 de enero del presente año habían unos RD\$43,200 millones de liquidez que no se pudieron colocar en el mercado y los intermediarios financieros la llevaron a instrumentos de corto plazo en el BCRD.

Gráfica No. 1



Fuente: Banco Central de la República Dominicana

En ese contexto, las medidas tomadas recientemente por el BCRD buscan frenar la depreciación del tipo de cambio. Como hemos indicado [en otro artículo](#), a pesar que se anunció un esquema de meta explícita de inflación desde inicios del 2012³, en la República Dominicana el objetivo de política monetaria es el tipo de cambio nominal. En la práctica, la política monetaria dominicana se conduce con metas intermedias de niveles de liquidez y de agregados monetarios deseados en diferentes momentos, para influir sobre el tipo de cambio. El BCRD no ha hecho uso de las tasas de interés de referencia como instrumento de la política monetaria desde agosto del 2013⁴. Más bien, el BCRD ha utilizado otros mecanismos para el manejo de la política monetaria.

² No fueron suficientes [declaraciones del Gobernador del BCRD](#) en enero de este año indicando que “no se vislumbran riesgos en la economía” ni tampoco la recompra de deuda de PetroCaribe, positiva para las finanzas públicas.

³ Para un análisis de este esquema monetario, ver [¿Metas de inflación en la República Dominicana?](#) publicado el 15 de marzo, 2012.

⁴ Recordamos que el 26 mayo, 2013 el BCRD redujo la tasa de interés de referencia de 5.00% a 4.25%, al tiempo que liberalizó unos RD\$20,000 millones del encaje legal. Con las presiones cambiarias y una reducción de unos US\$800 millones de reservas internacionales, el BCRD decidió elevar la tasa de referencia a 6.25%. Desde entonces, la política monetaria se ha conducido utilizando otros instrumentos de política.

Los principales instrumentos de la política monetaria del BCRD durante los últimos 18 meses son: 1. Reservas internacionales; 2. Títulos de deuda del propio BCRD; y, 3. Tasas de interés de los instrumentos de corto plazo del BCRD. Las últimas decisiones sobre el encaje legal o reservas bancarias requeridas no son usuales y durante los últimos años éstas han sido para reducir, no aumentar el encaje legal. Estos instrumentos pueden afectar los niveles de liquidez financiera y agregados monetarios que, a su vez, afectan el tipo de cambio.

Reservas internacionales

La intervención del BCRD en el mercado de divisas no es algo nuevo y es una práctica que viene aplicándose rutinariamente en la República Dominicana por mucho tiempo. En momentos de alta presión al tipo de cambio, el BCRD ha sido agresivo en el uso de las reservas internacionales para alcanzar tipos de cambio deseados. Por ejemplo, el BCRD inyectó unos US\$907 millones entre el 1ero de enero y el 26 de febrero de 2014. El anuncio realizado el pasado 10 de febrero del año en curso indicando que inyectará entre US\$150-200 millones busca crear un especie de “shock” para influir sobre las expectativas devaluatorias en el mercado.

Cuando el BCRD vende dólares al mercado de divisas implica que hay más oferta de esa moneda, al tiempo que recoge pesos dominicanos; esto último limita la cantidad de dinero que puede comprar moneda extranjera, entre otros bienes y servicios.

En la gráfica No. 2 se observa la evolución de las reservas internacionales netas (RIN). Los picos que se observan en las RIN corresponden a desembolsos de préstamos internacionales obtenidos a través de organismos multilaterales y por emisión de bonos soberanos. Las reservas internacionales se reducen en poco tiempo luego de los desembolsos para alcanzar tipos de cambio deseados en momentos diferentes.

Gráfica No. 2



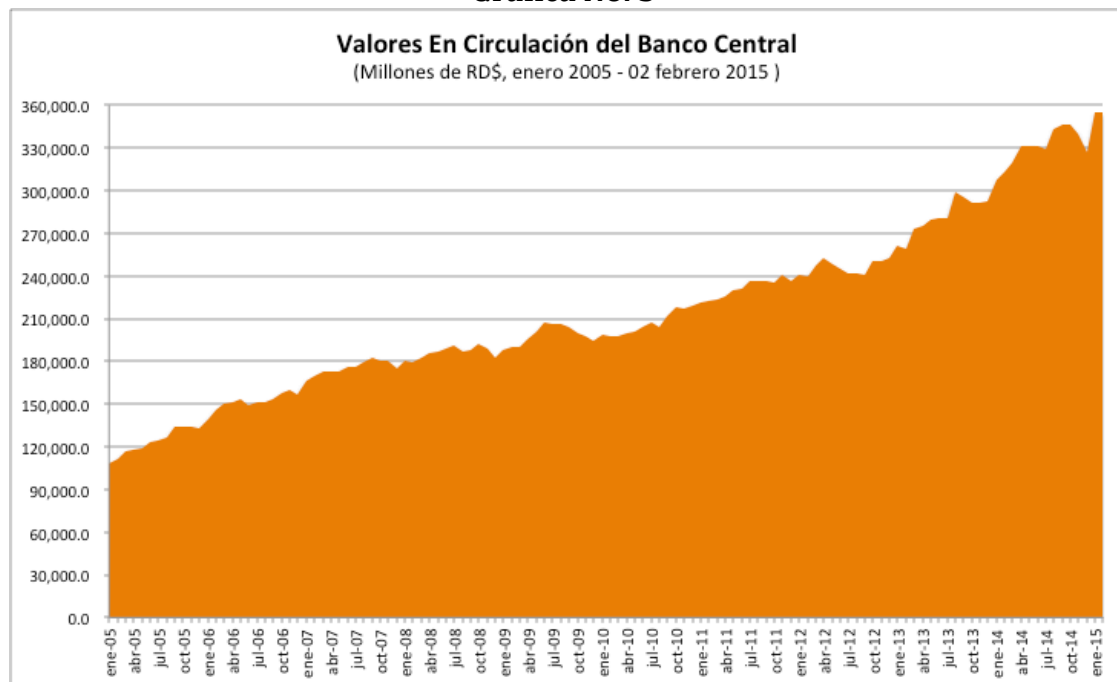
Fuente: Banco Central de la República Dominicana

Títulos de deuda del BCRD

Desde la crisis bancaria de 2003-2004, el BCRD ha utilizado títulos de deuda emitidos por el mismo para manejar los niveles de liquidez en la economía. Luego del rescate indiscriminado a depositantes que produjo uno de los procesos inflacionarios y devaluatorios más importante en la historia dominicana, el BCRD utilizó este mecanismo para recoger el exceso de liquidez que se generó. Desde entonces, se paga intereses sobre esa deuda con emisión de dinero inorgánico y se recogen emitiendo deuda adicional para que esa nueva liquidez no genere mayor inflación de precios y/o depreciación de la moneda.

Esta práctica ha sido inevitable en la medida que el gobierno central no asumió el rescate bancario de inicio y tampoco ha cumplido con la Ley 167-07 para la Recapitalización del BCRD. Para cumplir con el mandato de estabilidad de precios, el BCRD no ha tenido otra alternativa. Sin embargo, hay que resaltar que el BCRD ha emitido títulos de deuda para otros fines luego de la crisis bancaria, no sólo para recoger el exceso de liquidez que se generó en ese episodio. Por ejemplo, el BCRD ha emitido títulos para “esterilizar” compra de divisas⁵ y esto implica un incremento del stock de deuda o “valores en circulación”. Como puede observarse en la gráfica No. 3, los valores en circulación del BCRD se han incrementado sensiblemente luego de la crisis bancaria, cuando se empezaron a emitir pasivos.

Gráfica No. 3



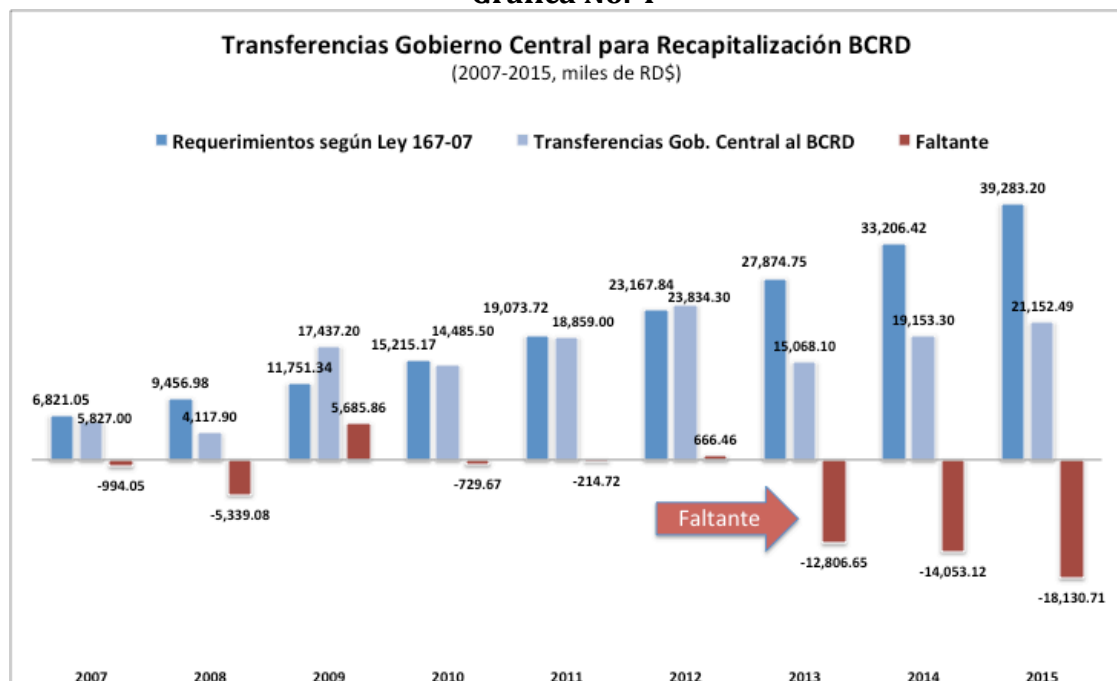
Fuente: Banco Central de la República Dominicana (BCRD)

⁵ Se usa el término de “esterilizar” intervenciones de los bancos centrales cuando emiten dinero inorgánico para comprar divisas en el mercado y al mismo tiempo vende títulos de deuda para recoger esa nueva liquidez creada. Usualmente, los bancos centrales compran y venden títulos del Tesoro de cada país para la conducción de la política monetaria. El caso dominicano es inusual porque el BCRD emite sus propios títulos para el manejo de la política monetaria.

Esta práctica ha sido inevitable en la medida que el gobierno central no asumió el rescate bancario de inicio y tampoco ha cumplido con la Ley 167-07 para la Recapitalización del BCRD. Para cumplir con el mandato de estabilidad de precios, el BCRD no ha tenido otra alternativa. Sin embargo, hay que resaltar que el BCRD ha emitido títulos de deuda para otros fines luego de la crisis bancaria, no sólo para recoger el exceso de liquidez que se generó en ese episodio. Por ejemplo, el BCRD ha emitido títulos para “esterilizar” compra de divisas⁶ y esto implica un incremento del stock de deuda o “valores en circulación”. Como puede observarse en la gráfica No. 3, los valores en circulación del BCRD se han incrementado sensiblemente luego de la crisis bancaria, cuando se empezaron a emitir pasivos.

En la Gráfica No. 4 se observa que durante los últimos años el BCRD no ha recibido lo que plantea la ley citada, pronunciándose el faltante en el Presupuesto General del Estado 2015. Esto implica que el BCRD tenga que emitir mayor cantidad de dinero inorgánico para pagar intereses y eso se recoge con nueva deuda. Por otro lado, ya es una práctica común que el BCRD emita “títulos especiales” a algunos participantes de mercado sin procesos de subastas transparentes, que introducen distorsiones adicionales; estas transacciones se vinculan al uso de reservas en dólares de intermediarios financieros, lo que también afecta el mercado de divisas.

Gráfica No. 4



Fuente: Banco Central de la República Dominicana

La única solución al problema de la elevada deuda en el BCRD es una política fiscal superavitaria y comprometida realmente con sanear el balance general del BCRD. De lo contrario, en el mediano plazo las deudas del BCRD se liquidarían con dinero sin

⁶ Se usa el término de “esterilizar” intervenciones de los bancos centrales cuando emiten dinero inorgánico para comprar divisas en el mercado y al mismo tiempo vende títulos de deuda para recoger esa nueva liquidez creada. Usualmente, los bancos centrales compran y venden títulos del Tesoro de cada país para la conducción de la política monetaria. El caso dominicano es inusual porque el BCRD emite sus propios títulos para el manejo de la política monetaria.

respaldo, creando depreciación del peso, inflación, pérdida del poder adquisitivo de los dominicanos y distorsiones importantes en la coordinación económica. Lamentablemente, el problema de la deuda y déficit cuasi-fiscales ya no forman parte del debate económico en la República Dominicana. Además, las finanzas públicas muestran debilidades fundamentales al asumir déficit fiscales año tras año, incrementando el nivel de deuda pública permanentemente.

Encaje legal

El encaje legal son las reservas obligatorias que deben apartar los intermediarios financieros al recibir depósitos del público; se calcula en términos de porcentaje de los depósitos. Desde el año 2009 el BCRD ha venido reduciendo el encaje legal desde 20% a los bancos múltiples y desde 15% a las demás entidades de intermediación financiera. En mayo 2013 el BCRD procedió a liberalizar unos RD\$20,000 millones del encaje legal en moneda nacional. Estos vendrían de una reducción del encaje legal a bancos múltiples de 15.6% a 12.3% y de 12.5% a 11.1% a las demás entidades que reciben depósitos. En el anuncio del 10 de febrero pasado, el BCRD indicó que incrementaría los requerimientos del encaje legal en 2 puntos porcentuales, lo que equivaldría a unos RD\$14,200 millones; esto reversaría gran parte de la liberalización del 2013.

Los nuevos niveles de encaje legal serían de 14.3% para los bancos múltiples y 13.1% para los demás intermediarios financieros. **Las reservas obligatorias o encaje legal de los intermediarios financieros no reciben rendimiento alguno, lo que se traduce en costo cero para el BCRD.** Mientras el BCRD ha estado reduciendo el encaje legal durante los últimos 5 años, también ha incrementado su deuda, la que genera intereses que debe pagar. Esta política ha sido muy costosa y contradictoria, contribuyendo a la insostenibilidad financiera del sector público consolidado. Esa política podría traducirse en mayor inflación y depreciación en el futuro, siempre que no se tomen medidas para sanear las finanzas públicas y el balance general del BCRD.

Conclusión

El resultado de las medidas anunciadas por el BCRD será una disminución del nivel de liquidez financiera en la economía que terminará afectando los agregados monetarios. Con ello se busca detener la depreciación del tipo de cambio, aunque habrá que esperar el desarrollo de los procesos de mercado para evaluar los resultados. En todo caso, las medidas anunciadas implicarán mayores tipos de interés en la economía dominicana y afectará el crédito y la actividad económica. En la medida que la Fed inicie el proceso de incrementos de tipos de interés en EEUU, esa tendencia podría pronunciarse en el futuro cercano. Por desdicha, se ha dejado el problema de la deuda y déficit cuasi-fiscales al BCRD, que no tiene las herramientas para solucionarlo; sólo puede ir sorteándolo y tirando las decisiones difíciles hacia el futuro.

Lo único innovador que presentó el BCRD durante el anuncio de las medidas monetarias anunciadas fue el incremento del encaje legal. El anuncio de inyección de dólares al mercado es simplemente vocalizar una práctica común. Lamentablemente, las medidas de corte monetario no se han acompañado de reformas estructurales que puedan dar credibilidad y confianza a la moneda dominicana. Las reformas en el área fiscal son críticas para mejorar los fundamentos económicos, dado que el tema fiscal es el principal reto que enfrenta la economía dominicana. En última instancia, medidas coyunturales de corto plazo que buscan palear o esconder problemas estructurales son insuficientes para lograr una moneda sana.