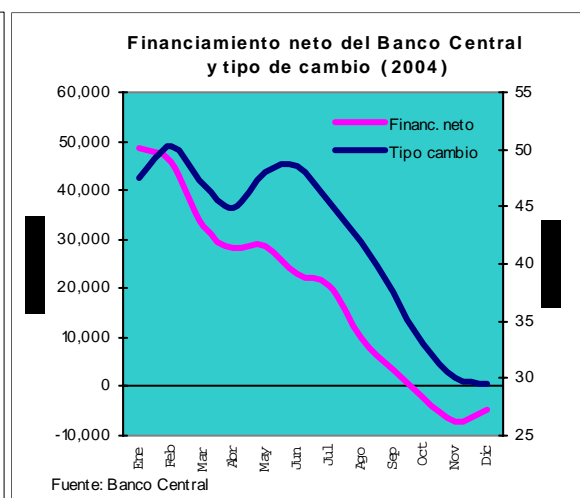
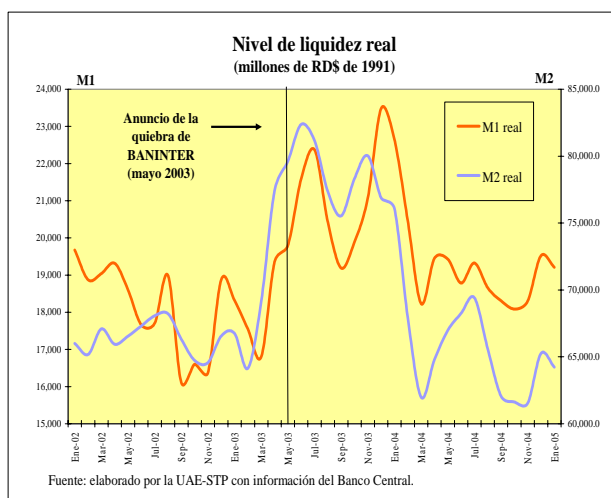


Política monetaria y tipo de cambio

La novedad en la política monetaria ha sido que su efectividad ha crecido notablemente

1. La política monetaria restrictiva se profundiza. A partir de agosto de 2004, la política monetaria restrictiva que inició el Banco Central a mediados de 2003 se mantuvo y profundizó. En mayo de 2003 se inició una cadena de quiebras de tres bancos como resultado de sus operaciones fraudulentas, de políticas macroeconómicas desacertadas y de una creciente desconfianza en la gestión pública. El Banco Central respondió como prestamista de última instancia, salvando a todos los ahorrantes. La consecuencia fue una expansión sin precedentes de los medios de pago, un fuerte aumento de la desconfianza y la fuga de capitales. Para contrarrestar el incremento de la liquidez, el Banco Central inició operaciones de mercado abierto colocando certificados de inversión a tasas de interés muy elevadas. Sin embargo, fue en febrero de 2004 cuando el financiamiento neto del Banco Central finalmente empezó a reducirse sistemáticamente. El financiamiento neto es el monto del financiamiento interno del Banco Central (crédito total del Banco Central, en este caso para pagar a ahorrantes) menos el monto de los valores en circulación (certificados de inversión). En octubre, el volumen de los valores en circulación no sólo había neutralizado el financiamiento interno sino que lo había sobrepasado resultando en un financiamiento neto de -RD\$2,421 millones. En noviembre alcanzó casi -RD\$7,000 millones y en diciembre fue de -RD\$ 4,659 millones. Igualmente, desde marzo de 2004 la política monetaria restrictiva logró retornar y mantener el nivel de liquidez real en la economía a niveles similares a los observados antes del anuncio de la crisis bancaria.

Por otra parte, durante el último trimestre de 2004 el éxito en la colocación de certificados despejó las dudas con respecto a la sostenibilidad inmediata de esta política, la cual depende de que el monto de las colocaciones de nuevos certificados superen los vencimientos. No obstante, cabe recordar que el éxito de corto plazo viene indefectiblemente atado a un incremento de las pérdidas operativas del Banco Central (déficit cuasifiscal) lo que entraña riesgos de mediano-largo plazo.



La serie HOJA DE COYUNTURA tiene por objetivo ofrecer un análisis de indicadores de interés de políticas económica y social, con miras a contribuir a la toma oportuna e informada de decisiones de políticas públicas.

2. La política monetaria se hace más efectiva y contribuye a la caída en el tipo de cambio y la inflación. La novedad en materia de política monetaria durante los últimos meses ha sido que su efectividad se ha incrementado. Por una parte, durante los últimos meses la política monetaria logró un mayor éxito en contribuir a reducir el tipo de cambio. Durante la primera mitad del 2004, la política monetaria restrictiva fue agresiva; en junio, ésta había logrado reducir el financiamiento neto hasta a un 47% del nivel observado en enero. Sin embargo, durante ese período, el tipo de cambio se limitó a fluctuar entre 44.89 y 50.27. No obstante, a partir de agosto el tipo de cambio empezó a descender de manera decidida. En septiembre se colocó en 37.62, en octubre en 32.95, en noviembre en 30.08 y en diciembre en 29.50.

Igualmente, entre julio y diciembre de 2004, la tasa media inflación mensual fue de -0.3%, en contraste con 4.6% durante la primera mitad del año. Hay que reconocer, sin embargo, que la disminución de la fuga de capitales, asociada a una mayor confianza y menor incertidumbre, podría ser un elemento central, además de la política monetaria, en la explicación del comportamiento del tipo de cambio y de la inflación.

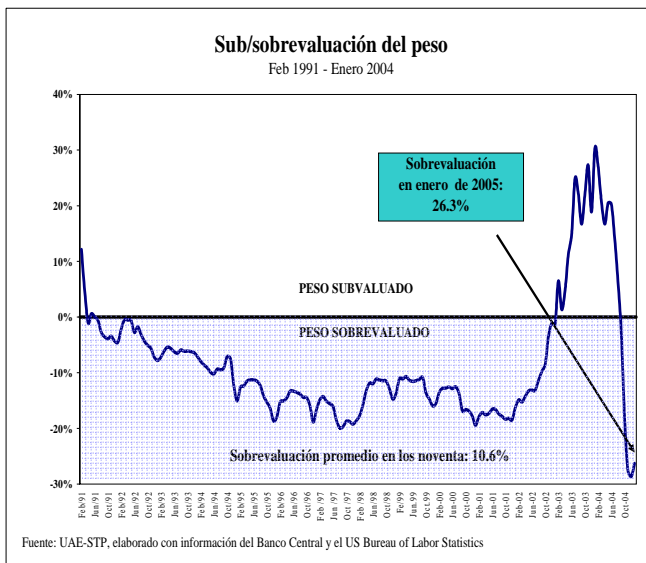
Por otra parte, el costo de la política se ha reducido en la medida en que el Banco Central ha logrado colocar los certificados de depósito a tipos de interés decrecientes. En julio, el tipo de interés promedio alcanzado en las subastas fue 59.7%; sin embargo, en septiembre había caído hasta 34.4% y en diciembre a un nivel inferior a 30%. Esta reducción, la cual se asocia a una mejora en la credibilidad de la política y a una reducción de la inflación que elevó los tipos de interés reales, ha logrado reducir el ritmo de crecimiento del déficit cuasifiscal.

La rigidez de los precios a la caída en el tipo de cambio y de los agregados monetarios se asocia a varios factores entre los que destacan la rigidez de algunos costos como los salarios, el poder de fijación de precios que tienen las empresas en muchos de los mercados de bienes, el aumento en los precios del petróleo y los nuevos impuestos.

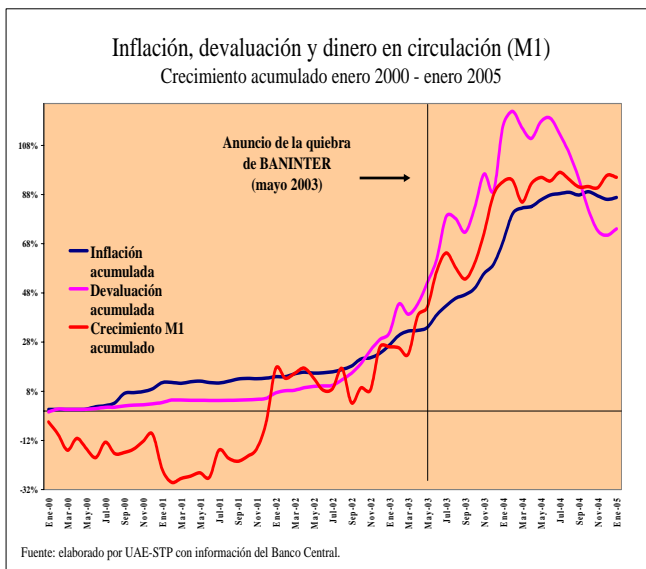
Tasa de inflación en 2004

Meses	Mensual	Acumulada	
		Desde enero	12 meses anteriores
Enero	9.2	9.2	50.9
Febrero	11.3	21.5	61.4
Marzo	2.3	24.4	62.3
Abril	0.7	25.3	63.0
Mayo	2.6	28.5	65.3
Junio	2.0	31.1	60.4
Julio	0.6	31.9	55.6
Agosto	0.5	32.6	51.8
Septiembre	(1.1)	31.1	47.9
Octubre	1.4	32.9	46.1
Noviembre	(1.7)	30.7	35.5
Diciembre	(1.5)	28.7	28.7

Fuente: elaborado con información del Banco Central



Fuente: UAE-STP, elaborado con información del Banco Central y el US Bureau of Labor Statistics



Fuente: elaborado por UAE-STP con información del Banco Central.

3. El tipo de cambio se sobrevalúa. A pesar de la severa caída en el tipo de cambio, el nivel de precios muestra una sensible resistencia a la baja. Mientras entre agosto y diciembre de 2004 el tipo de cambio nominal cayó en 32.8% el nivel de precios apenas se redujo en 2.4%. Esto ha significado una severa apreciación real del peso. A juzgar por el tipo de cambio de paridad (aquel que iguala los niveles de precios relativos entre el país y los Estados Unidos), en enero de 2005 el peso estuvo sobrevaluado en un 26.5%. Cabe recordar que durante los noventa, la sobrevaluación media fue de sólo 10.6%.

La rigidez de los precios a la caída en el tipo de cambio y de los agregados monetarios se asocia a varios factores entre los que destacan la rigidez de algunos costos como los salarios, el poder de fijación de precios que tienen las empresas en muchos de los mercados de bienes, el aumento en los precios del petróleo y los nuevos impuestos. Mientras tanto, la limitada evidencia disponible sugiere que aunque la restricción monetaria es un importante factor explicativo de la caída en el tipo de cambio, no es el único. Otros factores relevantes a considerar son las expectativas y la reducción de la fuga de capitales, y el reducido nivel de actividad económica y de inversión. Estos factores hay que tomarlos en cuenta a la hora de evaluar las opciones de política y los impactos que de ella se puedan esperar.