

¿QUE OCURRE CON LA TASA DE CAMBIO: PROBLEMA MONETARIO O FISCAL?

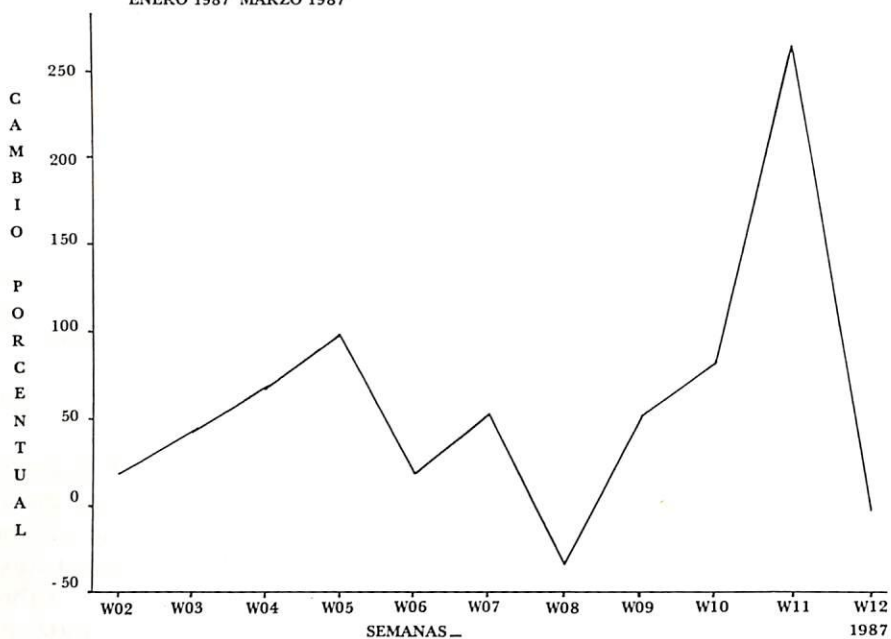
Héctor Guiliani Cury

INTRODUCCION

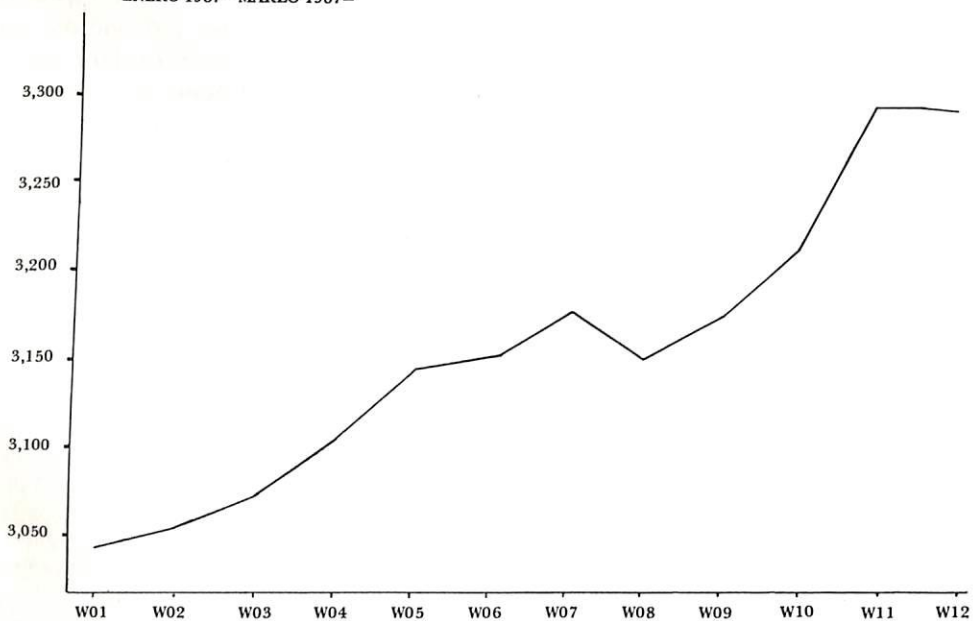
El comportamiento del dólar en el mercado libre de divisas (ver gráficos No. 1 y No. 2) ha suscitado numerosas explicaciones sobre las posibles causas de su depreciación e inestabilidad. Una de ellas, la teoría conspirativa, le atribuye a sectores económicos ligados al pasado régimen la capacidad de movilizar recursos económicos en tal escala para hacer subir la prima del dólar con fines políticos. Esa misma teoría atribuye el alza a las manipulaciones especulativas de los bancos de cambio, a la fuga de capitales y también al comportamiento del sector externo. Las soluciones planteadas van desde medidas de tipo regulatorio hasta propuestas de control absoluto del mercado cambiario por parte del Banco Central¹. La otra explicación atribuye la depreciación del peso en el mercado libre al aumento en el circulante en cualquiera de sus definiciones. Su máximo exponente es el editorialista del Listín Diario, Rafael Herrera, quien sostiene que la abundancia de pesos genera demanda adicional por bienes y servicios. Su posición equivale a una versión modificada de la Ley Gresham del dinero malo (los abundantes pesos) persiguiendo al dinero bueno (los escasos dólares). La solución propuesta es la "reducción de la Oferta Monetaria, de la excesiva Oferta Monetaria ..."². En este caso la oferta monetaria es vista como una de las variables que determina la demanda por bienes y servicios y una fuente de demanda distinta a la que se origina a través de las decisiones de gasto del sector público y privado. Es por esta razón que economistas y observadores del panorama económico nacional consideran que la tarea básica de las autoridades monetarias es la de mantener un crecimiento de los agregados monetarios acorde al crecimiento de la economía.

1. Para las posiciones oficiales sobre la crisis del mercado cambiario ver Listín Diario, 29 de marzo, 1987. La posición del Codeco fue reseñada por el periódico HOY del 24 de febrero de 1987.
2. La posición del Sr. R. Herrera se puede encontrar en sus numerosos editoriales en el Listín Diario. Una visión concisa del origen del problema y su solución aparece en el Listín Diario, 29 de marzo, 1987.

-CAMBIO PORCENTUAL PROMEDIO DE LA TASA DE CAMBIO
ENERO 1987 MARZO 1987



-TASA DE CAMBIO DEL MERCADO LIBRE
ENERO 1987 -MARZO 1987-



Nuestra visión del problema es diferente. La oferta monetaria, contrario a la creencia popular, no constituye una fuente distinta de demanda sobre bienes y servicios, tanto de origen importado como doméstico. El efecto de los agregados monetarios sobre la tasa de cambio es indirecto: a través de los efectos que el financiamiento del déficit público tiene sobre la composición de la cartera de los agentes económicos, lo que afecta la cuenta de capital de la balanza de pagos. El financiamiento del déficit público con creación de dinero por parte del Banco Central resulta en una acumulación de activos financieros de los sectores privado y externo, al Gobierno disponer en forma de gasto público, de los recursos en pesos obtenidos al monetizar el déficit. El aumento en la oferta monetaria no se refleja necesariamente en un exceso de demanda por activos en moneda extranjera ni en un deterioro de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, si la tasa de interés doméstica es suficientemente alta para mantener una rentabilidad de los activos financieros denominados en moneda nacional por encima de la rentabilidad de los activos financieros denominados en moneda extranjera. Si la monetización del déficit implica una reducción en las tasas de interés domésticas por debajo de las prevalecientes en los mercados internacionales, el sector privado nacional tratará de convertir parte de sus activos financieros en moneda nacional a dólares, lo que llevará a un deterioro de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

La oferta monetaria juega también un papel psicológico al afectar positiva o negativamente las actividades especulativas. El éxito de la especulación reside no en la evaluación racional de alternativas, sino en expectativas del comportamiento futuro del mercado. Por ejemplo, si el mercado considera que el comportamiento de los agregados monetarios afecta la tasa de cambio, la incapacidad de las autoridades de cumplir con sus objetivos de política monetaria estimulará las actividades especulativas. Los efectos psicológicos de la expansión monetaria pueden más que compensar los efectos directos de las altas tasas de interés y producir movimientos especulativos que resulten en la depreciación del peso dominicano. En tales circunstancias una política monetaria restrictiva puede ser de ayuda en estabilizar la tasa de cambio³.

El objetivo de este trabajo es el de avanzar una explicación sobre las posibles causas de la depreciación del peso en el mercado libre de divisas a partir del 16 de agosto de 1986 y sugerir medidas de política económica para reducirla, para detener su acelerado deterioro. En el proceso se desarrollará un marco contable que le permitirá a políticos e interesados en comprender la problemática monetaria nacional, derivar las fuentes de expansión del

3. Para un interesante análisis del papel de la política monetaria ver Francis Cripps y Martin Fetherston "The Role of Monetary Policy in Economic Management", *Economic Policy review*, 3. Cambridge: Department of Applied Economics,

circulante dentro del marco institucional del sistema monetario en la República Dominicana. Además, se discutirá la naturaleza institucional del mercado cambiario a partir de la Reforma Monetaria del 23 de enero de 1985, su segmentación desde el punto de vista de la creación de dinero, y su potencial inestabilidad bajo los actuales criterios de manejo de la política monetaria y cambiaria. También se incluye un apéndice titulado "Hágalo Ud. Mismo", que le permitirá al lector obtener estimados del déficit fiscal en base a las estadísticas monetarias y determinar numéricamente los factores de expansión y contracción del circulante en cualquier de sus definiciones, utilizando las Estadísticas Financieras del Fondo Monetario Internacional. La razón para la utilización de esta fuente es que las estadísticas monetarias son presentadas dentro de un marco contable consistente, contrario a las publicadas en fuentes nacionales.

2.- *NATURALEZA DEL MERCADO CAMBIARIO A PARTIR DE LA REFORMA MONETARIA DEL 23 DE ENERO DE 1985*

Desde la unificación cambiaria del 23 de enero de 1985 existen en el país dos mercados cambiarios con un sólo precio. Este peculiar arreglo surge como resultado de la segmentación de las transacciones que se realizan en cada mercado. El mercado oficial se abastece de los dólares provenientes de las exportaciones de bienes, ciertos servicios, donaciones oficiales, y préstamos al sector público. Estos dólares a su vez se utilizan para el pago de deuda externa, importaciones de petróleo, y ciertas importaciones del Estado. Por otro lado, el mercado libre se surte de las remesas de dominicanos, del turismo, lavado de dinero, y subvaluación de exportaciones⁴. Esos dólares, a su vez, se utilizan para financiar la totalidad de las importaciones no-petroleras, viajes y fuga de capitales.

La segmentación del mercado es peculiar, también, por sus efectos monetarios. En un mercado se crea dinero base o de alto poder y en el otro no. En el mercado oficial el Banco Central tiene que crear un activo financiero, es decir, emitir pesos, por cada dólar que ingresa en sus bóvedas, y retirar pesos por cada dólar que egresa. El resultado neto de esas transacciones es una creación o destrucción de dinero, dependiendo de si los ingresos exceden o no a los egresos. Por el contrario, los ingresos o egresos de divisas a través del mercado libre se reflejan meramente en un cambio de activos. Cuando un importador adquiere dólares emitiendo un cheque a favor del banco de cambio, los depósitos del importador en su banco comercial

4. A pesar de la unificación cambiaria la subvaluación de las exportaciones todavía ocurre en la República Dominicana. El mecanismo más utilizado es el de subvaluar el precio en dólares de las exportaciones con el propósito de depositar recursos en el exterior. Otro mecanismo es el de regirse por la lista de precios del Centro Dominicano de Promoción de Exportaciones cuya lista de precios no se modifica desde 1980.

disminuyen por el equivalente en pesos de su compra de dólares. El recipiente de esos pesos, el banco de cambio, los deposita en su cuenta en un banco comercial, lo que compensa la reducción inicial en los depósitos. Lo mismo ocurre cuando un banco de cambio tendrá que reducir sus depósitos en los bancos comerciales para realizar el pago por la compra de dólares, mientras que el vendedor podrá aumentar sus tenencias de pesos depositando el producto de la venta de dólares en la banca comercial.

Resulta evidente que bajo el peculiar arreglo cambiario existente en el país a partir del 23 de enero de 1985, no todas las transacciones externas resultan en creación (monetización) o destrucción (desmonetización) de dinero, sino sólo aquellas que se realizan a través del Banco Central. Ahora bien, dada la rígida separación de las transacciones que se realizan en los dos mercados, sería por coincidencia que la tasa de cambio que se determina en el mercado libre asegura una demanda y oferta de dólares en el mercado oficial que sea consistente con el grado de liquidez que se necesita en la economía. Al no existir un mecanismo que le permita al Banco Central transferir transacciones y/o monedas entre mercados, lo más probable es la ocurrencia de situaciones extremas: es decir, que el Banco Central comience a acumular una creciente cantidad de reservas y a crear liquidez en un momento de escasez de divisas en el mercado libre, o de lo contrario, a ver reducida sus reservas y la liquidez general de la economía en un momento en que la oferta de dólares en el mercado libre de divisas sea suficiente para satisfacer una demanda adicional por dólares a la tasa de cambio existente. El primer caso podría materializarse al ocurrir un aumento en los precios de los artículos primarios de exportación y en el financiamiento externo al sector público, y/o una reducción en los pagos de las importaciones del petróleo y el servicio de la deuda, mientras que el flujo de dólares al mercado libre por concepto del turismo, lavado de dólares, y transferencias unilaterales se ve reducido. El segundo escenario podría materializarse debido a un movimiento adverso en los precios del azúcar, café y oro, y un aumento en los precios del petróleo y/o el servicio de la deuda.

No cabe ninguna duda que el arreglo cambiario existente puede ser una peligrosa trampa para aquellos que formulan la política económica. Considero que ocurriría de materializarse el primer escenario. Las reservas internacionales del Banco Central aumentarían junto con la liquidez general de la economía, lo que podría conllevar a una depreciación de la tasa de cambio en el mercado libre y a un aumento en los precios de los artículos importados debido a que el mercado libre no puede satisfacer la demanda a la tasa de cambio existente, con el agravante de que podría producirse un círculo vicioso de devaluación y creación adicional de liquidez en medio de una abundante oferta de dólares en el mercado oficial. De manera similar, en un período de abundante disponibilidad de dólares en el mercado libre, una reducción en los precios de los artículos tradicionales de exportación o

un aumento en los precios del petróleo, puede reducir las reservas internacionales netas del Banco Central y reducir la liquidez general de la economía en un momento en que ésta podría satisfacer una demanda adicional de dólares a una menor tasa de cambio. El carácter asimétrico de los arreglos cambiarios y monetarios existentes podrían sujetar la economía a frecuentes períodos de inestabilidad y a costosos errores en la conducción de la política monetaria.

Eventualmente las autoridades monetarias tendrán que establecer procedimientos detallados de reforma del sistema cambiario y reglas de intervención, es decir, compra y venta de dólares, por parte del Banco Central en el mercado libre de divisas, si es que se desea controlar la creación de dinero primario resultante del comportamiento de las reservas internacionales netas del Banco Central y esterilizar el aumento en el crédito interno al sector público, producto de los atrasos en el pago de la deuda externa. Más adelante avanzaremos algunas propuestas de reforma y un plan inmediato de estabilización del tipo de cambio.

3.- *EXPLICACION DEL PROCESO DE CREACION DE DINERO EN LA REPUBLICA DOMINICANA*

La problemática actual de la economía dominicana sería de más fácil comprensión si desarrollamos un marco contable que nos permita rastrear con exactitud el desenvolvimiento de las finanzas públicas, de los déficits o excedentes del sector privado, de las reservas internacionales netas del Banco Central y el sistema bancario, y sus implicaciones sobre los diferentes agregados monetarios. Ese marco contable pondrá en evidencia que la creación de dinero en la economía sólo puede ocurrir ya sea a través del proceso arriba mencionado o vía el financiamiento de los déficits de los sectores público o privado. Su destrucción ocurre cuando los egresos externos por concepto de importaciones, pago de deuda, etc., exceden los ingresos por exportaciones y préstamos externos, resultando en una reducción en las reservas internacionales netas del Banco Central y, cuando los pagos del sector público por concepto de préstamos otorgados por esa institución exceden el crédito otorgado por ésta. Ese mismo marco contable nos permitirá establecer las posibles medidas de política económica que podrían adoptar las autoridades para detener la rápida depreciación del peso dominicano y los sectores que podrían resultar perjudicados.

En el Anexo No. I mostramos que la suma de los déficits (excedentes) financieros del sector público, (G-T), y privado, (PY-GY), es igual al déficit (excedente) de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El déficit del sector privado puede ser financiado con crédito del Banco Central, ECDP, o de los bancos comerciales, ECDP, y/o financiamiento externo. Lo mismo

se aplicaría al sector público. Desde el punto de vista monetario, la identidad relevante es la número 5, la cual establece que la suma del crédito interno al sector público y al privado constituyen la fuente interna de liquidez, mientras que el financiamiento externo al sector privado y público, y la diferencia entre las exportaciones e importaciones de bienes y servicios constituyen la fuente externa de liquidez en la economía. Por ejemplo, si la entrada de dólares al Banco Central por concepto de exportaciones de bienes y servicios es menor (mayor) que los egresos de dólares por concepto de importaciones de bienes y servicios y la entrada de capitales para financiar los déficits del sector público y privado, ocurre una creación de dinero en la economía.

Nuestro análisis de la política monetaria y cambiaria parte de la base monetaria que es la cantidad de dinero primario existente en la economía. Esta se puede definir por sus usos y por sus orígenes: las reservas de los bancos comerciales en el Banco Central y el circulante en poder del público representan sus usos, mientras que las reservas internacionales netas del Banco Central y su crédito al sector público y privado constituyen las fuentes de cambios en la base monetaria, es decir, su origen. Un aumento en la base monetaria implica que la deuda externa y/o la de los sectores privado y público con el Banco Central ha aumentado. Este aumento en los activos del Banco Central son compensados por un aumento de igual magnitud del circulante en poder del público y de las reservas de los bancos comerciales en el Banco Central.

La base monetaria, a la vez, se ve modificada o multiplicada, en cierta proporción, por los mecanismos del sistema financiero para determinar la oferta monetaria en sus diferentes acepciones. Por ejemplo, parte del dinero primario creado por el Banco Central se convierte en depósitos bancarios, una proporción de los cuales se transforma en crédito, el cual, a su vez, se convierte en nuevos depósitos y eventualmente en crédito.

En términos contables, los elementos que determinan el comportamiento de la oferta monetaria se pueden identificar consolidando los estados financieros del Banco Central y de los bancos comerciales. En este caso el cambio en la oferta monetaria, definida como la suma del circulante en poder del público y los depósitos a la vista y a plazo en los bancos comerciales, se origina en el crédito al sector público y privado de los bancos comerciales y el Banco Central, y en la suma de las reservas internacionales netas de estas instituciones. Por ejemplo un aumento en el crédito de los bancos comerciales al sector público financiado con un aumento en los adelantos y redescuentos del Banco Central a los bancos comerciales implica un aumento en la oferta monetaria de igual magnitud.

De este conjunto de identidades podemos deducir que el proceso de creación y destrucción de dinero ocurre a través de los déficits o excedentes

en las operaciones del sector público y privado, de la entrada de capitales externos a través del Banco Central, y de las transacciones corrientes que resultan en una acumulación de reservas internacionales.

4.- *FACTORES QUE INCIDEN SOBRE LA DEPRECIACION DEL PESO*

La mayoría de los observadores del acontecer económico nacional consideran que la continua depreciación del peso tiene su origen en la expansión del circulante. Esos mismos economistas no encuentran explicación al fenómeno de una depreciación de sólo un 20% ante un aumento en la oferta monetaria de más de un 80% en el período que abarca del 16 de agosto de 1986 al 31 de marzo de 1987. Esa paradoja, como veremos más adelante, tiene su causa en las altas tasas de interés existentes en el país, lo que ha impedido que los agentes económicos modifiquen la composición de sus carteras de activos financieros cambiando de pesos a dólares.

¿A qué se debe, entonces, la depreciación de la tasa de cambio? A mi entender, la depreciación de la tasa tiene su origen en la expansión, a partir del 16 de agosto, de los déficits del sector público, con un concomitante aumento en la demanda agregada, y un manejo inadecuado de la política cambiaria. Al asumir el poder el nuevo Gobierno se tomó la decisión de suspender el pago de la deuda externa, decisión que le permitió al Gobierno Central disponer de recursos adicionales para gastos de inversión. Esa demanda adicional por bienes y servicios se sintió, principalmente, a través del mercado paralelo, ya que los recipientes de ese gasto adicional demandan bienes y servicios cuya importación se realiza a través del mercado paralelo. A la presión creada por los recursos liberados gracias a la moratoria del pago de la deuda externa tendría que agregársele el financiamiento de los déficits de las empresas públicas no-financieras, tales como el Consejo Estatal del Azúcar (CEA) y la Compañía Dominicana de Electricidad (CDE); el sector público financiero (Banco Agrícola, Banco Central), y el Gobierno Central. El aumento en la demanda agregada que dichos déficits implican no fue compensado con un aumento en la oferta de dólares en el mercado libre de divisas mediante la venta de dólares por parte del Banco Central. Todo lo contrario. Esta institución procedió a aplicar una política de acumulación de reservas internacionales en un momento en que era necesario restarle presión al mercado libre de divisas. El resultado fue una rápida depreciación del peso que continúa hasta hoy en día. La magnitud de esos déficits no se conocen con exactitud dada la carencia de estadísticas fiscales al respecto. No obstante, informaciones fragmentarias y los estados de situación del Banco Central al 31 de diciembre de 1986 nos permitirán tener una idea del financiamiento inflacionario al sector público.

Comencemos por lo más evidente, el crédito al CEA. El préstamo "Jumbo" de RD\$120 millones de la banca comercial al CEA le permitió a esta institución un nivel de gasto por encima de sus ingresos corrientes y de capital. El efecto neto de esa transacción es expansionista, e implica una demanda adicional por bienes y servicios tanto de origen nacional como importado. Ese crédito que ocurre a través de la banca comercial no es financiado de una manera que implique una reducción equivalente en el uso de recursos financieros del sector privado ya que esos recursos se obtienen liberando recursos congelados a través del encaje legal para facilitárselos al CEA. Dicha transacción no aumenta en el acto la oferta monetaria ya que el aumento en el crédito interno de la banca comercial se ve compensado por una reducción de la misma magnitud en otro de sus activos, específicamente, las reservas de los bancos comerciales en el Banco Central.

Anotemos que el CEA gasta esos recursos y que ese gasto constituye un ingreso de otros sectores. Los recipientes de esos recursos los depositan en sus cuentas en los bancos comerciales, lo que aumenta las reservas de estas instituciones y los depósitos a la vista y a plazo, aumentando la oferta monetaria en el proceso. Los dueños de esos depósitos pueden utilizarlos para demandar bienes y servicios y, parte de esa demanda será por bienes importados. Si la importación se realiza a través del Banco Central se destruye dinero, pero si es a través del mercado paralelo tenemos, no sólo una fuente adicional de presión sino también que el activo financiero no será extinguido en el proceso. Por otro lado, es posible que el recipiente del pago del CEA elija dejarlo depositado en su banco comercial, en cuyo caso esos pesos adicionales no serían utilizados para demandar bienes y servicios, al menos que el banco comercial pueda prestarlo a sectores deficitarios. Ese fenómeno parece haber estado presente en los últimos meses como lo demuestra la sobreliquidez existente en el sistema bancario ante la falta de demanda por recursos financieros a la tasa de interés vigente.

La otra manera de demanda adicional es el financiamiento al Agrícola para cubrir parte de la deuda heredada del anterior gobierno. En este caso, el Gobierno Central pudo haber financiado con sus recursos impositivos el pago de la deuda de los molineros ya que éste contaba con recursos suficientes, producto de la reducción del gasto corriente (la reducción en la nómina gubernamental se estima en alrededor de 90,000 empleados) y el no pago de la deuda externa, en lugar de recurrir a la creación de dinero. La cancelación de la deuda a los molineros mediante el financiamiento inflacionario tendría, como ha tenido, los mismos efectos que el caso anterior.

La fuente principal del incremento en la demanda de dólares en el mercado paralelo lo constituye la utilización para inversión en obras de infraestructura de los gastos asignados al pago de deuda externa. Durante el Gobierno del Dr. Salvador Jorge Blanco los pagos de intereses no se constituían en una fuente de demanda sobre las divisas del mercado para-

lelo al ser canalizado estos pagos a través del Banco Central. En la actualidad, al no pagarse, esos recursos se dedican a financiar gastos de inversión, aumentando la demanda por bienes y servicios, una gran proporción de los cuales se importan a través del mercado paralelo. Esa fuente adicional de demanda es de alrededor de RD\$570 millones de pesos, correspondiente a los atrasos del sector público con el Banco Central por concepto de servicio de deuda externa.

Los atrasos en el pago de deuda tienen además otras implicaciones de tipo monetario. Cuando el sector público cumple con sus pagos de deuda externa depositando los pesos correspondientes en el Banco Central, ese dinero es desmonetizado en el proceso. Ahora bien, cuando el Banco Central se ve imposibilitado de cumplir con sus compromisos de deuda externa debido a que el Gobierno Central y las entidades del sector público no hacen el pago correspondiente en pesos, el efecto es similar a una expansión del crédito ya que esa transacción es equivalente a que el Banco Central incurra en un atraso (deuda) en el exterior y le extienda un crédito al Gobierno. Normalmente, los atrasos de intereses por concepto de pago de la deuda externa son contabilizados como un crédito del Banco Central al sector público. En el caso de la deuda externa, el Banco Central no contabiliza el atraso en el pago de pesos como un crédito de esa institución al sector público. En otras palabras, al no extinguir los pesos por concepto de esos atrasos, ocurre una expansión del crédito interno. El efecto es similar cuando el Banco Central realiza el pago de la deuda pero no recibe los pesos del sector público.

La expansión de los medios de pagos no se limita sólo a los déficits de las empresas públicas no-financieras, sino que se extiende al Banco Central. Esa expansión ocurre cuando el Banco Central realiza pagos por concepto de su deuda con instituciones internacionales de financiamiento. El Banco Central financia esos pagos con las divisas que obtiene de los exportadores y por las cuales tiene que crear pesos. Al realizar el pago por concepto de su deuda no existe una desmonetización de pesos, lo que resulta en pérdidas operativas para esa institución que son financiadas con emisión de dinero. Este es el llamado cuasi-déficit del Banco Central y que en el anterior Gobierno fue financiado con los recursos provenientes del recargo cambiario del 36% a las exportaciones. Ese recargo ha sido interpretado como una medida de desmonetización cuando en realidad era un impuesto para financiar las pérdidas operativas del Banco Central y los déficits de las empresas públicas, lo que en el proceso resultaba en una desmonetización de pesos. Por ejemplo, el estado de situación del Banco Central reporta que el cambio de 1986 a 1987 en el neto de otras cuentas, la cual incluye las pérdidas operativas del Banco Central por el pago de su propia deuda y la del sector público fue de RD\$1.477 millones de pesos. Ese fue el factor de mayor importancia en el crecimiento de la base monetaria.

Otro efecto pernicioso desde el punto de vista de la expansión de liquidez es la política del Banco Central de acumular reservas internacionales, la cual había aumentado la base monetaria en RD\$188 millones a diciembre de 1986. La acumulación de reservas era la política menos indicada ya que el aumento en el gasto fiscal había aumentado considerablemente la presión sobre las divisas disponibles en el mercado libre.

En lo referente a la oferta monetaria, ésta aumentó en RD\$602 millones en 1986, mientras que el cuasi-dinero creció en RD\$1,061 millones en el mismo período. Los factores de expansión fueron: un aumento en las reservas internacionales netas de RD\$195 millones, en el crédito al sector privado RD\$1,663 millones de pesos y de RD\$346 millones al sector público. Esa significativa expansión fue posible debido a la expansión de la base monetaria, lo que facilitó recursos al sector financiero para financiar las inversiones del sector privado, estimulada por la reactivación del gasto público.

Todo esto no significa que la política monetaria no tenga un efecto sobre la tasa de cambio. Todo lo contrario. La política monetaria tiene una influencia importante sobre el mercado de moneda extranjera a través de sus efectos sobre la tasa de interés, la disponibilidad de crédito y los efectos psicológicos sobre la especulación. En relación a la tasa de interés, la política monetaria puede inducir fugas de capitales hacia el exterior si reduce la tasa de interés doméstica por debajo de la tasa de interés prevaleciente en los Estados Unidos al reducir la rentabilidad relativa de los activos financieros denominados en moneda doméstica vis-á-vis los activos financieros denominados en moneda extranjera. Ese no parece ser el caso de la República Dominicana, ya que las prevalecientes en el mercado doméstico son mayores que las existentes en el mercado norteamericano. Esa situación fue creada por casualidad al aprobar la Junta Monetaria el encaje marginal cuyo efecto fue el de detener la tendencia de reducción en las tasas de interés. Ahora bien, parece que la desconfianza en el equipo económico gubernamental ha creado un proceso especulativo que anula los efectos positivos de la tasa de interés.

Los efectos psicológicos del fracaso de las autoridades monetarias en controlar el crecimiento de la oferta monetaria son más difíciles de evaluar. En la República Dominicana parece darse el caso de que los agentes económicos le otorgan una gran importancia al comportamiento de los agregados monetarios, específicamente a la emisión y oferta monetaria. El acelerado crecimiento del circulante, junto con las repetidas advertencias de intervención del mercado libre de divisas por parte de las autoridades, parecen haber minado la confianza en la estabilidad de la tasa de cambio, lo que se ha manifestado en movimientos especulativos en contra del peso. Esos efectos psicológicos de la expansión monetaria pueden más que compensar los efectos positivos de las altas tasas de interés, aumentar la presión

la tasa de cambio. Al actual ritmo de devaluación, 2% mensual desde agosto de 1986, el diferencial de tasa de interés entre el mercado norteamericano y el dominicano pueden ser anulado.

El financiamiento inflacionario de los déficits públicos también ha permitido un aumento en los activos de reservas de los bancos comerciales por encima del nivel requerido para mantener el nivel existente de depósitos. El aumento en la liquidez de los bancos comerciales le ha permitido financiar el creciente nivel de actividad económica en el sector privado, producto de la reactivación del gasto público. Contrario a lo esperado, el encaje marginal no ha reducido la capacidad de crédito de los bancos comerciales debido a que éste se ha establecido existiendo ya un nivel de depósitos sumamente alto. Los estados financieros de los bancos comerciales al primer trimestre de 1987 muestran que el total de depósitos en los bancos comerciales es menos al nivel existente en el último trimestre de 1986⁵.

El resultado de esta liquidez es una asombrosa expansión del crédito al sector privado por un monto de RD\$897.2 millones en el período 1985-86. La excesiva liquidez en el sector bancario puede estar teniendo adversas consecuencias ya que los bancos pueden responder relajando sus criterios de préstamos, otorgando préstamos para inversiones de dudosa calidad, y otorgando préstamos para propósitos especulativos.

La existencia de recursos financieros inactivos en la banca comercial, también pueden prestarse a la especulación. Desde agosto de 1986, el sector bancario viene captando recursos en exceso de su capacidad de préstamo, resultando en la acumulación de reservas en el Banco Central en exceso de las requeridas. El aumento en las captaciones ha sido principalmente en Certificados Financieros a una tasa de interés de 16% y a un costo efectivo de 20%. La existencia de recursos inactivos implican pérdidas potenciales para ese sector, pérdidas que podrían ser recuperadas a través de transacciones especulativas en el mercado cambiario. Es de notar, que estas instituciones al no tener que deshacerse de sus dólares, pueden "hacer" un mercado para causar una depreciación en la tasa de cambio y así validar sus expectativas de depreciación.

5. El encaje marginal del 50% es un mecanismo mediante el cual los bancos comerciales tienen que depositar 50 centavos por cada peso depósito que reciban por encima del nivel de depósitos prevaleciente al ocho de enero de 1987.

5.- CIRCULO VICIOSO DE DEPRECIACION Y CREACION DE DINERO

La presente política gubernamental de reactivar el crecimiento económico mediante la expansión del gasto de inversión a través del financiamiento inflacionario del Banco Central, inevitablemente genera un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos al aumentar el crecimiento de las importaciones de bienes y servicios por encima del crecimiento de las exportaciones. La monetización del déficit, a su vez, altera la rentabilidad relativa de los activos denominados en moneda nacional vis-à-vis aquellos denominados en moneda extranjera, reflejándose en un deterioro de la cuenta de capital y en la depreciación del peso en el mercado libre de divisas. Dada las imperfecciones de la estructura impositiva dominicana, el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos profundiza aún más el déficit fiscal a través de la reducción relativa de los ingresos impositivos.

La evidencia para la República Dominicana de estas afirmaciones está bien documentada. Estimados realizados por el autor, muestran que las variaciones en el déficit fiscal explican el 77% de la variación en el déficit comercial de la balanza de pagos, y el coeficiente de regresión indica, que en promedio, cada peso de déficit fiscal aumenta el déficit de la balanza comercial en 0.99 pesos⁶. Estimaciones realizadas por el Banco Mundial revelan que cada peso de déficit de cuenta corriente reduce las recaudaciones impositivas en 0.97 pesos, aumenta el déficit fiscal en 0.93 pesos, y el endeudamiento externo del sector público en 0.31 pesos⁷. El aumento en la tenencia de pesos por parte del sector privado, que un incremento en el déficit fiscal implica, se refleja en cambios en la composición de la cartera de los agentes económicos, al alterarse la rentabilidad relativa de los activos financieros denominados en dólares y pesos; y en depreciaciones del tipo de cambio por concepto del deterioro de la cuenta de capital de la balanza de pagos.

La depreciación de la tasa de cambio puede, a la vez, retroalimentar el déficit fiscal al aumentar los requerimientos en pesos del sector público para el pago de deuda externa y en aumentos en la liquidez a través del componente de reservas internacionales netas del Banco Central, si esta última institución persiste en una política de acumulación de reservas internacionales.

6. Héctor Guiliani Cury y Hugo Guiliani Cury, "Los incentivos y los Aspectos Fiscales en la Política Económica Dominicana", en Forum Régimen de Incentivos en la Economía Dominicana", Noviembre 17, 1982.

7. The World Bank, Dominican Republic: Agricultural Sector Study, Volumen II, June 26, 1986. Latin America and the Caribbean Regional Office.

Todos estos factores han incidido en un aumento en la tasa de cambio, con el agravante de que la creación de dinero se ve aumentada por cada punto de depreciación del peso en el mercado paralelo de divisas. Por cada dólar de exportación el Banco Central tiene que crear un mayor número de pesos, resultando en un aumento en el componente externo de las reservas monetarias. Lo mismo ocurre con los atrasos de pago de deuda de parte del sector público al Banco Central y las pérdidas operativas de esta institución por concepto de sus compromisos de deuda externa para los cuales no puede desmonetizar pesos.

Aún de mayor gravedad es la reducción en los ingresos impositivos por concepto del diferencial del petróleo, los cuales se reducen en RD\$20 millones por cada pérdida de diez puntos en la prima del dólar en el mercado paralelo de divisas. En adición, los costos operativos de la CDE se ven aumentados debido a los mayores costos en moneda nacional del barril del petróleo, lo que eventualmente requerirá del financiamiento inflacionario del Banco Central para evitar que la situación de oferta energética se agrave aún más. Ese proceso puede degenerar eventualmente en un desorden financiero y en un colapso definitivo del mercado cambiario.

6.- *EXISTEN SOLUCIONES*

La inestabilidad y la depreciación del tipo de cambio no son fenómenos irreversibles ya que las autoridades cuentan con las herramientas requeridas para su pronta solución. Esas soluciones pueden enmarcarse dentro del objetivo gubernamental de mantener un alto nivel de inversión pública, y un tipo de cambio y tasas de inflación socialmente aceptables. Para el logro de estos objetivos de manera simultánea, las autoridades tendrán que coordinar, en el corto plazo, la política fiscal y cambiaria y, en el largo plazo, disminuir el uso de recursos de parte del sector privado si es que se desea continuar la política de crecientes déficits fiscales sin una continua depreciación de la tasa de cambio, las autoridades podrían adoptar un conjunto de medidas. Estas son:

1. En el presente arreglo cambiario la tasa de cambio se determina en el mercado libre, y ésta, a su vez, con un desfase de cinco días, determina la tasa de cambio del Banco Central. El aumento en el gasto fiscal que se origina con la posposición de la deuda externa se ha reflejado en un aumento en la demanda de importaciones realizadas a través del mercado paralelo y en la depreciación del tipo de cambio.

Debido a la política del Banco Central de acumular reservas internacionales a pesar de una creciente demanda por dólares en el mercado libre, la depreciación en este último mercado se manifiesta en un aumento en la liquidez producto de las transacciones superavitarias del Banco Central. La solución, en el corto plazo, es la de enfrentar el exceso de demanda en el mercado libre a través de la venta de dólares de parte del Banco Central. Esa operación, además, compensaría el aumento en la liquidez resultante del crédito interno del Banco Central al Gobierno cuando este último no cumple con sus compromisos de pago de deuda externa.

2. Un posible arreglo cambiario es el de la subasta de dólares de parte del Banco Central. Este sistema podría consistir en la venta de dólares en el mercado libre, dependiendo del comportamiento del gasto fiscal. Una simple regla tomaría en cuenta la propensión marginal a importar del gasto del sector público: por ejemplo, por cada RD\$100 millones de atrasos en el pago de deuda externa del sector público se produciría una venta de US\$30 millones para satisfacer la demanda adicional por importaciones que este gasto genera. La venta de dólares, además de satisfacer la demanda adicional de dólares esterilizaría el crédito otorgado por el Banco Central al Gobierno por concepto de atrasos en el pago de la deuda externa.

Esas subastas podrían realizarse de dos a tres veces a la semana en base a los ingresos y egresos previstos de divisas del Banco Central. Los potenciales compradores de dólares tendrían que apoyar su oferta de compra con evidencia documentada para el pago de importaciones de bienes y servicios y evidencia de tenencia de pesos para financiar sus compras de dólares. Otra alternativa sería venderle a la banca comercial todo exceso de sus disponibilidades de dólares en cada semana para importaciones debidamente documentadas.

Las autoridades tienen la opción de apreciar el tipo de cambio o dejarlo a su nivel actual antes de iniciar la subasta de dólares. Si se elige el primer camino, el Banco Central podría disponer de US\$150.0 millones de su stock de reservas para su venta dentro del período de un mes. Esas ventas reducirían considerablemente la liquidez y apreciarían el tipo de cambio antes de iniciar la subasta de dólares, la cual se financiaría del flujo semanal de dólares.

Esta política podrá ser sostenida siempre y cuando el Gobierno mantenga su política de no cumplir con sus pagos de deuda externa, ya que la moratoria es lo que ha permitido el flujo positivo de divisas al Banco Central. Tan pronto el Gobierno acceda a las demandas de los acreedores se

tendrán que tomar medidas de carácter impositivo, o reducir el gasto de inversión para cerrar la brecha de recursos del sector público.

Además de las medidas de tipo impositivo o de reducción de gasto público, el Estado podría financiar parte de la brecha fiscal mediante una reducción de la disponibilidad de recursos financieros del sector privado. Eso podría lograrse mediante un encaje marginal efectivo que congele recursos en una magnitud suficiente para financiar un mayor nivel de gasto. Dada la creciente desintermediación financiera que ha ocurrido en los últimos años, esta medida no es aconsejable y tiene efectos negativos sobre la competencia entre instituciones financieras.

Otra alternativa sería colocar bonos de estabilización en el sector financiero a tasas de interés competitivas. Esta política no reduciría la oferta monetaria, sino que alteraría su composición. El costo en términos de intereses a pagar de parte de las autoridades monetarias sería mucho menor que las pérdidas impositivas que experimenta el Estado por concepto del diferencial del petróleo y las pérdidas operativas de la Compañía Dominicana de Electricidad por concepto del aumento del costo en moneda nacional del petróleo importado.

CONCLUSIONES

La depreciación del peso dominicano en el mercado libre de divisas tiene su origen en el aumento de la demanda de dólares en dicho mercado, producto del aumento en el gasto gubernamental, principalmente el gasto de inversión. La monetización de los atrasos del pago de la deuda del sector público, los pagos de deuda del Banco Central sin el depósito correspondiente de pesos, y la política de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central, se han reflejado en aumentos desmesurados en la liquidez y en ataques especulativos en contra del peso.

La depreciación del peso podría ser detenida mediante la venta de dólares por parte del Banco Central o cualquier otro mecanismo que implique una reducción proporcional en la disponibilidad de recursos del sector privado.

LA BASE Y LA OFERTA MONETARIA EN LA REPUBLICA DOMINICANA

El análisis de los factores de tipo cambiario, fiscal, y monetario que originan la depreciación pueden analizarse con mayor precisión estableciendo la relación entre el financiamiento de los déficits del sector público y privado, el financiamiento externo, y las distintas variables monetarias, tales como la base monetaria, la oferta monetaria en sentido limitado (M1), la oferta monetaria en sentido amplio, la base monetaria, y, hasta la tasa de interés. Estas variables son de distinta naturaleza dependiendo del grado de control que las autoridades monetarias puedan ejercer sobre ellas. Estas se podrían dividir en variables operativas, como son la tasa de interés y la base monetaria, y variables intermedias, en las que se incluyen la oferta monetaria en sus diferentes definiciones y el crédito interno de los bancos comerciales al sector privado. A continuación el marco contable:

LAS IDENTIDADES CONTABLES Y EL PROCESO DE FORMACION DE LA OFERTA MONETARIA

$$1. (PY - GY) + (G - T) = (X - M)$$

PY = Ingresos del sector privado

GY = Gastos del sector privado

(PY - GY) = Déficit o superávit financiero del sector privado.

G = Gasto del sector público

T = Ingresos del sector público

(G - T) = Déficit o superávit financiero del sector público.

X = Exportaciones de bienes y servicios

M = Importaciones de bienes y servicios

(X - M) = Déficit o excedentes de cuenta corriente de la balanza de pagos.

$$2. (PY - GY) = \underset{BC}{ECDP} + \underset{BCO}{ECDP} + KEP$$

$\underset{BC}{ECDP}$ = Crédito del Banco Central al sector privado

$\underset{BCO}{ECDP}$ = Crédito de los bancos comerciales al sector privado

KEP = Crédito o financiamiento externo al sector privado (neto)

$$3. (G - T) = \underset{BC}{ECDG} + \underset{BCO}{ECDG} + KEG$$

$\underset{BC}{ECDG}$ = Crédito del Banco Central al sector público

$\underset{BCO}{ECDG}$ = Crédito de los bancos comerciales al sector público

KEG = Crédito o financiamiento externo al sector público

$$4. \underset{BC}{ECDP} + \underset{BCO}{ECDP} + \underset{BC}{ECDG} + \underset{BCO}{ECDG} + KEP + KEG = (X - M)$$

$$5. \underset{BC}{ECDP} + \underset{BCO}{ECDP} + \underset{BC}{ECDG} + \underset{BCO}{ECDG} = (X - M) - KEP - KEG$$

$$6. \underset{BC}{ECDP} + \underset{BCO}{ECDP} + \underset{BC}{ECDG} + \underset{BCO}{ECDG} = ECD$$

$$7. (X - M) - KEP - KEG = \Delta RIN$$

$\Delta RIN =$ Cambios en las Reservas Internacionales Netas

$$8. \frac{ECDP}{BC} + \frac{ECDP}{BCO} + \frac{ECDG}{BC} + \frac{ECDG}{BCO} = BFO = \frac{\Delta RIN}{BCO}$$

$$9. BM = \frac{ECDP}{BC} + \frac{ECDG}{BC + KEP + KEG}$$

BM = Base Monetaria

$$\frac{BC}{BCO} \quad \frac{BCO}{BCO} \quad \frac{BC}{BCO} \quad \frac{BCO}{BCO}$$

$$10. OM = \frac{ECDP}{BC} + \frac{ECDP}{BCO} + \frac{ECDG}{BC} + \frac{ECDG}{BCO} + \Delta RIN$$

OM = Oferta Monetaria

7.- HAGALO UD. MISMO

A pesar del velo de misterio con el que nuestros economistas cubren el proceso de creación de dinero, lo cierto es que la determinación del uso y la fuente de los agregados monetarios implica operaciones algebraicas sobre los estados de situación del Banco Central y los bancos comerciales que hasta un niño de sexto curso podría realizar, siempre y cuando se comprendan ciertos conceptos básicos sobre los estados de situación de esas instituciones.

Toda la información relacionada con la base monetaria y con la oferta monetaria en sus diferentes ascensiones pueden obtenerse de los estados de situación del Banco Central y los bancos comerciales. Un estado de situación presenta los activos y pasivos de esas instituciones en un momento dado, por ejemplo, las reservas internacionales netas al 31 de diciembre de 1986. Las estadísticas monetarias siempre se publican refiriéndose a una fecha específica. Por el contrario, un flujo representa la cantidad de un activo por período de tiempo. El aumento o disminución en las reservas internacionales netas de un año a otro representa la cantidad por período de tiempo.

Paradójicamente, una publicación internacional, las Estadísticas Financieras Internacionales (EFI) del Fondo Monetario Internacional, son las fuentes más confiables y periódicas de las estadísticas monetarias de la República Dominicana. Además, estas son presentadas dentro de un esquema analítico-institucional de fácil comprensión. El análisis monetario

en el EFI se lleva a cabo a tres niveles: el primer nivel abarca las autoridades monetarias de cuyo estado de situación se obtiene la base monetaria. En un segundo nivel se encuentran los bancos comerciales. De la consolidación de los estado de situación de estas dos instituciones se obtiene la oferta monetaria, la cual se puede definir de varias maneras como veremos más adelante. La consolidación de los activos y pasivos de estas instituciones se conoce como panorama monetario. En un tercer nivel, se encuentran los intermediarios financieros no monetarios entre los que se incluyen los bancos de desarrollo, hipotecarios, y asociaciones de ahorro y préstamos. La consolidación de los estados de situación de los intermediarios financieros no monetarios con los bancos comerciales y el Banco Central, se conoce por panorama financiero del cual se obtiene información relacionada a la disponibilidad de liquidez en la economía.

La base monetaria o dinero de alto poder consiste de la moneda en circulación en poder del público y las reservas de los bancos comerciales en el Banco Central. Cualquier cambio en estos pasivos (deuda) del Banco Central reflejan cambios en los activos y otros pasivos del Banco Central. Tan pronto se identifica la cantidad de moneda en circulación y las reservas de los bancos comerciales en el Banco Central, la fuente de cambios de esos pasivos es igual a la suma algebraica de los activos y los pasivos restantes en el estado de situación. Es decir los componentes de la fuente de la base monetaria son los activos del Banco Central menos sus pasivos, excluyendo la moneda en circulación y las reservas de los bancos comerciales en el Banco Central.

USO DE LA BASE MONETARIA

Base Monetaria (línea 14) = Monetaria en circulación (línea 14a) + reservas de los bancos comerciales (línea 20).

FUENTES DE LA BASE MONETARIA

Base Monetaria (14) = Activos internacionales del Banco Central (línea 11) + Crédito al Gobierno (línea 12a) + Crédito a los Bancos Comerciales (línea 12e) + Crédito al Banco Agrícola (línea 12f) — Pasivos externos a corto plazo (línea 16c) — Pasivos externos a largo plazo (línea 16cl) — Fondos de Contrapartida (línea 16e) — Cuentas de capital 17a) — Otras cuentas (línea 17r)

Reservas Internacionales = Activos Internacionales del Banco Central (línea 11) — Pasivos a corto plazo del Banco Central (línea 16c).

El Panorama Monetario consolida los activos y pasivos de los bancos comerciales y del Banco Central. Del Panorama monetario podemos obtener el concepto M1 de la oferta monetaria que consiste del circulante en poder del público y los depósitos a la vista en los bancos comerciales. Además se puede obtener la oferta monetaria en sentido amplio, M2, que incluye no sólo el circulante en poder del público y los depósitos a la vista sino también los depósitos a la vista y los depósitos a plazos.

USOS DE LA OFERTA MONETARIA

Dinero o M1 (Línea 34) = Moneda en circulación (Línea 14a) + Depósitos a la Vista (Línea 24)

FUENTES DE LA OFERTA MONETARIA

Dinero o M1 (Línea 34) = Activos netos sobre el exterior (Línea 31n) + Crédito Interno (Línea 32) — Cuasi-Dinero (Línea 35) — Otras Cuentas (Línea 37r)

Cuasi-Dinero o M2 (Línea 35) = Activos Netos sobre el exterior (Línea 31n) + Crédito Interno (Línea 32) — Dinero (Línea 34) — Otras cuentas (Línea 37r)

Crédito Interno (Línea 32) = Crédito Neto al Gobierno (Línea 32 an) + Crédito al resto del Gobierno General (Línea 32b) + Crédito al Sector Privado (Línea 32d) + Crédito al Banco Agrícola (Línea 32f)

Crédito Neto al Gobierno (Línea 32 an) = Crédito del Banco Central al Gobierno (Línea 12a) + Crédito al Gobierno de los bancos comerciales (Línea 22a) + Crédito al resto del Gobierno General (Línea 22b) — Depósitos del Gobierno en los bancos comerciales (Línea 26d)

Crédito al Banco Agrícola (Línea 32f) = Crédito al Banco Agrícola del Banco Central (Línea 12f) + Crédito al Banco Agrícola de los bancos comerciales (Línea 22f)