F
RD
2674

BANCO CENTRAL DE LA UBLICA DOMINICANA

Logros de la Política Monetaria
Junio 2004-Junio 2006

F
RD
2674

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA
Departamento de Programación Monetaria e
Investigación Económica

Logros de la Política Monetaria
Junio 2004-Junio 2006

BANCO CENTRAL DE LA REP. DOM.
BIBLIOTECA
06-096
04/08/06

LOGROS DE LA POLÍTICA MONETARIA
JUNIO 2004-JUNIO 2006

Preparado por:
Departamento de Programación Monetaria
e Investigación Económica

Coordinación:
Departamento de Comunicaciones

Impresión:
Subdirección de Impresos y Publicaciones
Banco Central de la República Dominicana
Pedro Henríquez Ureña esquina Leopoldo Navarro,
Santo Domingo, República Dominicana
(809) 221-9111

www.bancentral.gov.do

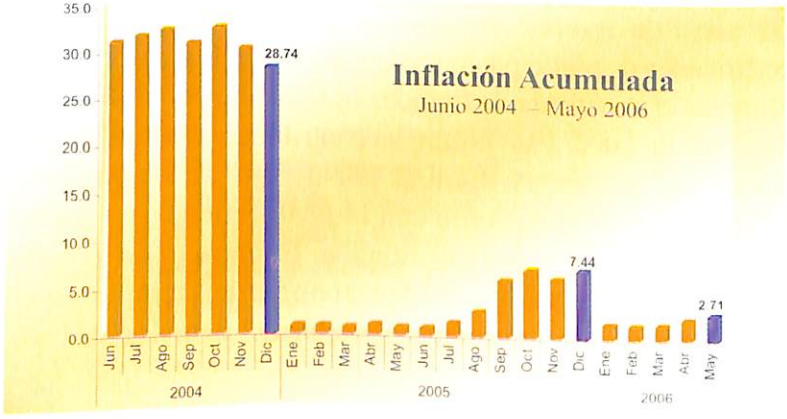
Logros de la Política Monetaria
Junio 2004-Junio 2006

La estrategia de política monetaria implementada por el Banco Central desde agosto de 2004, ha estado dirigida a reestablecer la estabilidad macroeconómica, como una condición indispensable para garantizar un crecimiento económico sostenido en el tiempo que contribuya a solucionar los problemas medulares de pobreza y distribución del ingreso. Los resultados más evidentes son la notable desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios, y el control de la inflación, que es el objetivo principal del Banco Central, una importante revaluación y estabilización del peso dominicano, la recomposición de las reservas internacionales de la institución, la drástica caída de las tasas de interés, en adición al cambio de perfil de los certificados de participación colocados por el Banco Central para eliminar el excedente de liquidez ocasionado por el salvamento bancario de 2003. Esto último ha contribuido a reducir el déficit cuasifiscal del Banco Central por debajo de los parámetros establecidos en el Acuerdo con el FMI, reflejado en menores pérdidas operativas de la Institución. El impacto de la política monetaria en estas variables económicas contribuyó al cumplimiento de las metas monetarias, establecidas en el Acuerdo Stand-By con el FMI.

En adición, la Junta Monetaria ha aprobado un paquete de providencias monetarias y financieras, a través de reglamentos y resoluciones, para contribuir al fortalecimiento del sistema financiero en completa coordinación con la Superintendencia de Bancos y bajo los compromisos establecidos en el Acuerdo con el FMI.

1. Reducción de la Tasa de Inflación

La estrategia de política monetaria implementada por el Banco Central ha estado basada en un enfoque de metas monetarias. Mediante esta estrategia se ha utilizado el control de la emisión monetaria para eliminar el excedente de liquidez inicialmente ocasionado por el salvamento bancario. Esto ha permitido anclar las expectativas alcistas de precios internos y reducir las presiones devaluatorias sobre el peso, y romper la inercia inflacionaria que afectaba la economía. El éxito de esta política se muestra en la figura más abajo, donde se observa una caída en la inflación acumulada de 28.74% en diciembre de 2004 a un 7.44% en el 2005. Cabe destacar que a mayo de 2006 la inflación acumulada es 2.71%, y excluyendo los precios del petróleo es de tan solo 1.14%.



Es importante señalar que en el pasado, las expectativas inflacionarias de los agentes económicos como resultado de la crisis bancaria, eran consistentes con el exceso de liquidez que se observaba en la economía. Hasta diciembre de 2004 el financiamiento interno, que no es más que los recursos facilitados por el Banco Central para cubrir el salvamento bancario, excedía las colocaciones de certificados del Banco Central; es decir, parte del financiamiento interno no había sido esterilizado y continuaba generando presiones inflacionarias y devaluatorias.

Ante esta disyuntiva, las autoridades monetarias incrementaron la colocación de certificados de inversión, logrando revertir el exceso de dinero en la economía para el mes de octubre, quedando pendiente de esterilizar los pagos de intereses generados por la colocación inicial de los certificados. Esta acción de política rompió la inercia inflacionaria y permitió la marcada desaceleración que se observa en el ritmo de crecimiento de los precios.

2. Disminución y estabilización del Tipo de Cambio

En cuanto al impacto de la política monetaria en la revaluación del peso, la figura mas abajo muestra una disminución en el tipo de cambio de RD$48.5/US$ en junio de 2004, a RD$32.9/US$ hasta junio de 2006. La desmonetización del exceso de financiamiento que había en la economía, generó un choque de expectativas positivas que aumentó la confianza en el peso dominicano. Esto, unido al incremento de los flujos de capitales externos permitió la apreciación y estabilización cambiaria.

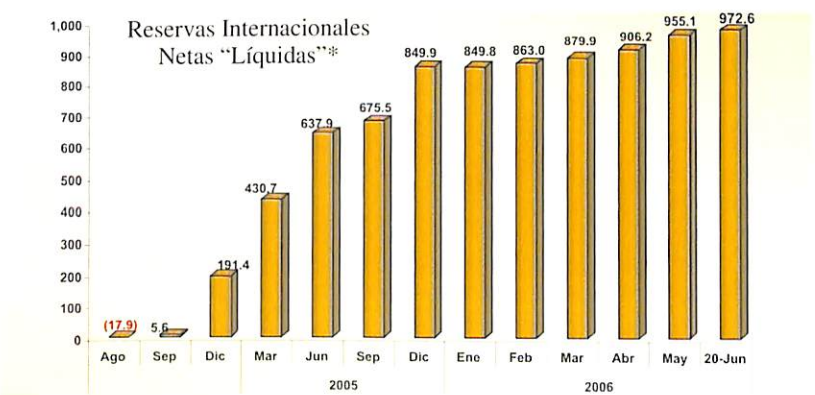
Si bien la disminución de la tasa de cambio incidió en la reducción de los precios internos, la magnitud de la apreciación cambiaria no ha repercutido en la misma magnitud en la inflación por diversos factores, entre los que se destacan: la implementación de la reforma tributaria que ajustó al alza el ITBIS, y otros impuestos, así como el aumento de la comisión cambiaria, los aumentos sostenidos de los precios internacionales del petróleo, y los aumentos salariales en el sector privado.

Otro importante efecto de la reducción del tipo de cambio ha sido los ahorros importantes en el servicio de la deuda pública externa, lo cual ha permitido que estos recursos sean reorientados en gastos internos en beneficio de la población. Este ahorro evidentemente ha repercutido en mejorar el sostenimiento de las cuentas fiscales, y ha facilitado la regularización de los pagos de deuda externa que estaban en atrasos al momento de llegar esta nueva administración Gubernamental.

3. Fortalecimiento de las Reservas Internacionales del Banco Central

Cabe destacar que la acumulación de reservas internacionales por parte del Banco Central ha contribuido a evitar una apreciación mayor, lo que hubiese tenido un efecto negativo sobre la competitividad de las exportaciones dominicanas. Al mismo tiempo, el crecimiento de las reservas netas permitió al Banco Central cumplir con amplio margen las metas establecidas en el Acuerdo Stand-By para el 2005 y el 2006.

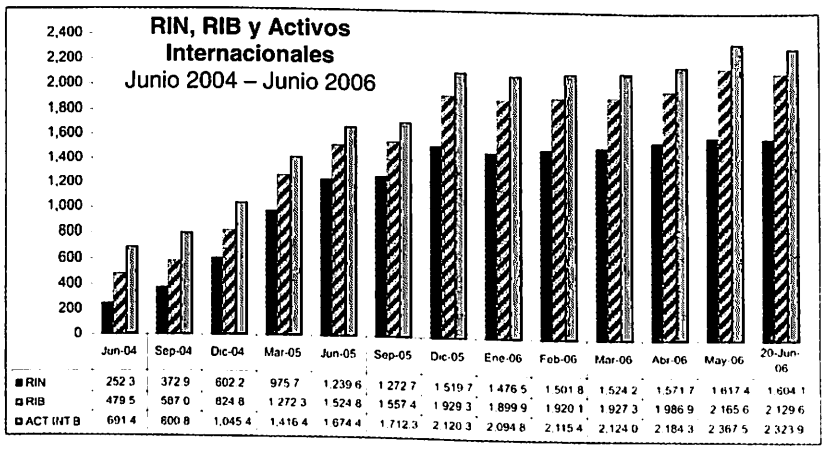
En el caso de las reservas internacionales netas líquidas, según se encuentran definidas en el Programa con el FMI (excluyen los depósitos de encaje en US$ de la banca, los depósitos en US$ del gobierno y otros depósitos de la banca en moneda extranjera en el Banco Central), pasaron de un nivel negativo de US$17.9 millones en agosto de 2004 a US$191.4 millones en diciembre del mismo año. Para el 2005 las RIN según la definición del acuerdo con el FMI, culminaron en US$850 millones, obteniéndose de esta manera un sobrecumplimiento de US$500 millones.



*Reservas según definición Programa con el FMI

Es importante señalar, que según los datos observados al 20 de Junio cuando los Reservas Líquidas se situaron en US$972.6 millones, por tanto la meta de US$950 millones establecida en el programa monetario del Banco Central para todo el año 2006, fue cumplida desde mayo pasado.

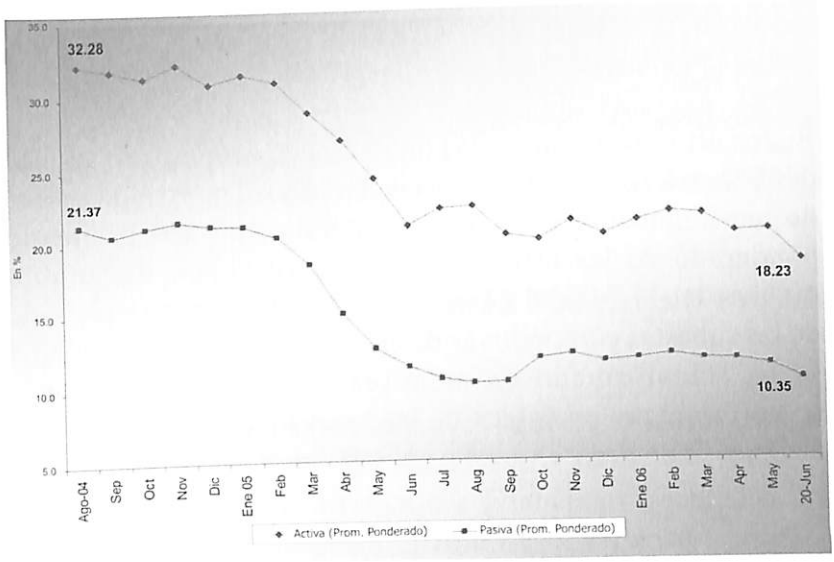
Otro punto importante de la política de acumulación de reservas es el incremento de las Reservas Internacionales Brutas en más de RD$1,200 millones, de junio del 2004 a diciembre del 2005. Esto permitió ampliar la cobertura de importaciones de bienes de apenas 1 mes de las importaciones nacionales de bienes, en esa fecha, al equivalente a 3 meses a diciembre de 2005, una cifra sin precedentes. Más aún, a junio del presente año dicha cobertura ha aumentado a tres meses y medio de importaciones. Este nivel, que para esta economía es sumamente elevado, dado los bajos niveles históricos, contribuye a fortalecer la capacidad de manejar y reducir las vulnerabilidades de la economía frente a choques externos, y redundar en una posible mejora de la calificación de riesgo de nuestro país.



	Jun-04	Sep-04	Dic-04	Mar-05	Jun-05	Sep-05	Dic-05	Ene-06	Feb-06	Mar-06	Abr-06	May-06	20-Jun-06
RIN	252.3	372.9	602.2	975.7	1,239.6	1,272.7	1,519.7	1,476.5	1,501.8	1,524.2	1,571.7	1,617.4	1,604.1
RIB	479.5	587.0	824.8	1,272.3	1,524.8	1,557.4	1,929.3	1,899.9	1,920.1	1,927.3	1,986.9	2,165.6	2,129.6
ACT INT B	691.4	600.8	1,045.4	1,416.4	1,674.4	1,712.3	2,120.3	2,094.8	2,115.4	2,124.0	2,184.3	2,367.5	2,321.9

4. Reducción de las Tasas de Interés del Sistema Financiero

Uno de los resultados más importantes de la política monetaria implementada por el Banco Central, es que se logró una reducción considerable de las tasas de interés en el marco de una política de control de los agregados monetarios, por medio de la colocación de certificados a través de mecanismos de mercado, como lo son las subastas públicas competitivas de estos instrumentos.



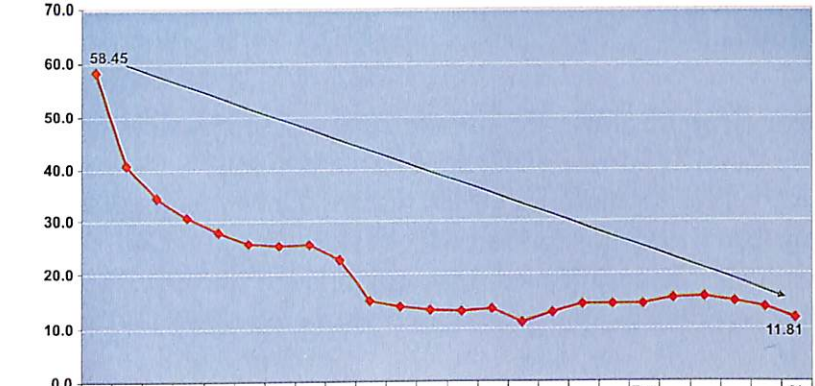
La gráfica anterior muestra la disminución de las tasas de interés activa y pasiva. La reducción de las tasas de interés activa de 32.28% en agosto del 2004 a 18.23% en junio de 2006 ha significado un abaratamiento importante en el costo de financiamiento tanto para los sectores productivos como para los hogares dominicanos, lo cual se ha reflejado en un aumento en la demanda de préstamos para la adquisición de viviendas, así como para el consumo. Esto, evidentemente, redunda en una

mejoría en el bienestar de vida de la población. Como muestra de ello, al 20 de junio de 2006 los bancos comerciales han colocado préstamos al sector privado por un monto de RD$153,041.8 millones, para un aumento de RD$23,434.5 millones con respecto a junio de 2005.

De hecho, la figura siguiente permite establecer los vínculos que existen en la transmisión de la política monetaria, a través del canal de tasas de interés. Durante la primera mitad del 2004 las tasas de interés de los instrumentos del Banco Central rondaban el 60%, lo cual implicaba un elevado costo para la política monetaria.

En los últimos dos años, las operaciones de mercado abierto del Banco Central se realizaron enviando al mercado la señal de una reducción gradual, pero persistente, del promedio ponderado de las tasas de interés cero cupón llegando a niveles del 11.81% al 21 de Junio de 2006, como resultado de las subastas competitivas de estos instrumentos. Esta señal se ha transformado en menores tasas interbancarias y posteriormente, en caídas de las tasas activas y pasivas del sistema financiero.

Tasas Interés Promedio Ponderado
Certificados de Inversión Cero Cupón por Subastas
2004 - 2006



	Jul. 04	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene. 05	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene. 06	Feb	Mar	Abr	May	21-Jun
Tasas	58.5	40.8	34.6	30.8	28.0	25.8	25.4	25.6	22.7	15.1	14.0	13.3	13.2	13.6	11.2	12.9	14.5	14.5	14.4	15.5	15.9	15.0	13.7	11.8

5. Reducción del costo de la Política Monetaria del Banco Central

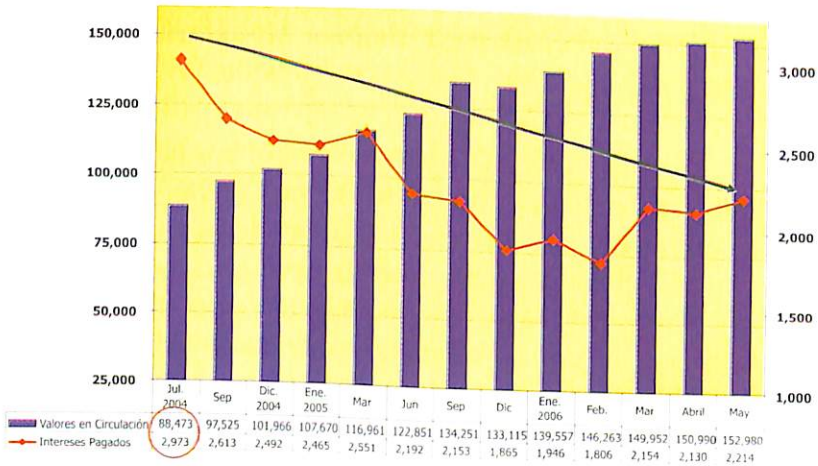
Una de las consecuencias más graves de la crisis bancaria fue el aumento del déficit cuasi-fiscal del Banco Central, producto del financiamiento a las instituciones financieras quebradas. El aumento del financiamiento interno llevó al Banco Central a incrementar aceleradamente la colocación de certificados con el objetivo de esterilizar el impacto monetario del salvamento bancario. El costo de esta política fue un incremento en el déficit cuasi-fiscal del Banco Central, vía el aumento del pago de intereses ante un monto mayor de certificados.

Un logro adicional de la política monetaria, fue que la reducción de tasas de interés de los instrumentos del Banco Central, permitió al Banco Central seguir aumentando el stock de

certificados para esterilizar el exceso de financiamiento, sin generar presiones adicionales sobre el resultado cuasi-fiscal. La figura siguiente muestra como se revierte, a partir de agosto, la tendencia creciente en el pago de intereses, a pesar del aumento sostenido de los valores en circulación.

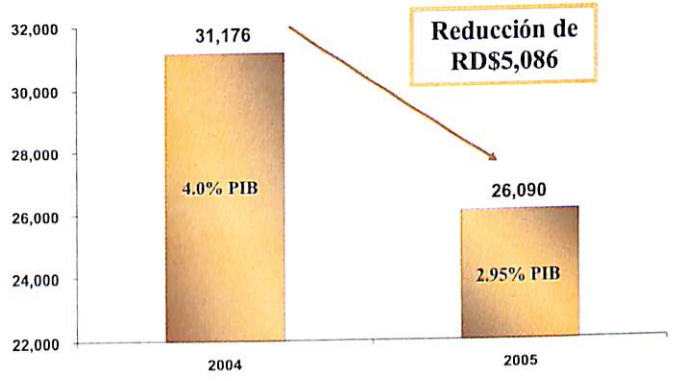
Por ejemplo, al mes de julio de 2004 cuando existía un acervo de certificados de RD$81,191.6 millones, se pagaron RD$2,973.18 millones en intereses, mientras que a diciembre de 2005, se pagó RD$1,864.94 millones por RD$133,114.7 millones de certificados. Esto quiere decir que a pesar de que los certificados aumentaron, el costo se redujo en 16.2%.

Valores en Circulación e Intereses Pagados 2004-2006
(En millones de RD$)



6. Reducción del Déficit Cuasifiscal en 2005

Para el cierre del año 2005, el Banco Central de la República Dominicana logró reducir su déficit cuasifiscal en RD$5,086 millones, es decir en un 16.3%, al alcanzar un resultado a diciembre de ese año de RD$26,090[1] millones, equivalente a 2.95% del PIB, inferior a la meta establecida en el Acuerdo con el FMI de un déficit cuasifiscal de 3.2% del PIB para el 2005. En el 2004 el déficit cuasifiscal había alcanzado la suma de RD$31,176 millones equivalente a 4.0% del PIB, según metodología del FMI.



Uno de los elementos más relevantes en la reducción de este déficit ha sido la estrategia de política monetaria adoptada por el Banco Central que le ha permitido reducir la tasa de interés de los certificados de inversión, tanto por ventanilla directa al público como por subastas, de una tasa efectiva de 27.1% a diciembre del 2004 a 16.1% a diciembre del 2005, reflejando una caída de 11 puntos porcentuales. Cabe destacar que en la primera mitad del año 2004 la tasa de interés de los instrumentos del Banco Central rondaban los niveles de 50% a 60% los cuales resultaban insostenibles en el tiempo.

[1] El déficit cuasifiscal según metodología del FMI se calcula a partir del resultado operacional del Banco Central.

Esta reducción en las tasas de interés implicó que a pesar del incremento verificado en el balance de certificados se logró reducir el costo en términos de pagos de intereses, lo cual le ha dado sostenibilidad y mayores grados de libertad a la conducción de la política monetaria. Sobre este respecto es pertinente mencionar que el 70% del incremento de los certificados del Banco Central verificado durante el 2005 está respaldado con las ganancias de reservas internacionales netas de libre disponibilidad ascendentes a US$667.1 millones, registradas en ese mismo año.

En adición, se logró aumentar significativamente el plazo promedio de madurez, o duración de los certificados de 7.5 meses en diciembre del 2004 a 13.4 meses a diciembre del 2005. Esto fue posible a través de la emisión de nuevos instrumentos a plazos que van desde 1 año hasta 3 años, así como la extensión de los vencimientos de los instrumentos existentes, tanto por colocación directa al público como por las subastas competitivas al sector financiero. Es importante de destacar que a principios del 2004 la duración de los certificados del Banco Central era inferior a un mes, ya que los plazos de colocación eran de 7, 14, 28 y 35 días en las subastas y de tan sólo 30 días por ventanilla directa al público.

A estas acciones se añaden las licitaciones de activos realizadas por el COPRA por unos US$246 millones durante el 2005, provenientes de las instituciones financieras intervenidas, de los cuales US$50 millones corresponden a venta de activos, US$100 millones se adjudicaron para la gestión de carteras de préstamos y US$96 millones por subastas de inmuebles.

Para el 2006 las autoridades monetarias continuarán los esfuerzos que desde agosto del 2004 han venido realizando

para reducir el déficit cuasifiscal, en el marco de lo establecido en el Acuerdo con el FMI, al tiempo que reafirman su irrestricto compromiso con el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica del país.

6. Cumplimiento de las Metas Monetarias del Acuerdo con el FMI

La política monetaria ha probado ser exitosa en el cumplimiento de los criterios cuantitativos de desempeño y las metas indicativas, establecidos en el marco del Acuerdo Stand-By con el FMI. La revisión del acuerdo para el cierre de 2005, arrojó como resultado el cumplimiento de los criterios cuantitativos y las metas establecidas, como muestra el cuadro más abajo.

Criterios Cuantitativos de desempeño y Metas Indicativas del Banco Central
(En millones de pesos dominicanos)

Cuentas Detalladas:	Cifras Observadas: 30-Dic.-05	Meta Dec-05	Estatus
I. Criterios Cuantitativos de Desempeño			
Activos Internos netos del Banco Central	8,347.5	26,500.0	Cumplido
RIN (RD$) - depósitos de bancos en M/E	29,563.6		
En US$	844.7	350.0	Cumplido
II. Meta Indicativa			
Base monetaria	104,594.3	104,000.0	Cumplido

Los Activos Internos Netos del Banco Central, definidos como el dinero en circulación menos las reservas netas "líquidas", se cumplió con una holgura de RD$18,152.5 millones y el piso establecido para las Reservas Internacionales Netas, "líquidas" como se definen en el Programa, se sobrecumplió en US$494.7

millones. Asimismo, la Base Monetaria, compuesta por la Emisión Monetaria más el Coeficiente de Inversión, se mantuvo dentro de los márgenes establecidos en el Acuerdo de RD$104,000 miillones; al cerrar al 30 de diciembre en RD$104,594.3 millones

Cabe destacar, además, que los criterios cuantitativos de desempeño y las metas indicativas monetarias no solo se cumplieron para el 2005, sino también que los datos observados al 20 de Junio indican que se cumplirían con amplia holgura en la revisión pactada para junio de 2006.

Criterios Cuantitativos de desempeño y Metas Indicativas del Banco Central
(En millones de pesos dominicanos)

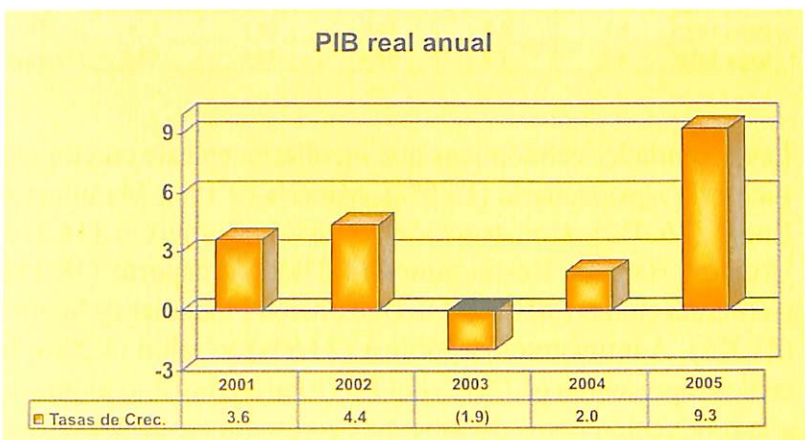
Cuentas Detalladas:	Cifras Observadas: 20-Jun-06 *	Meta Jun-06	Desviación	Comentario
I. Criterios Cuantitativos de Desempeño				
Activos internos netos del Banco Central	58.5	8,000.0	-7,941.5	En cumplimiento con amplio margen
RIN (RD$) - depósitos de bancos en M /E 1/	34,041.0			
En US$	972.6	750.0	222.6	En cumplimiento con amplio margen
II. Meta Indicativa				
Base monetaria	94,723.6	107,000.0	-12,276.4	En cumplimiento con amplio margen

7. Contribución al Retorno de la estabilidad y al Crecimiento Económico

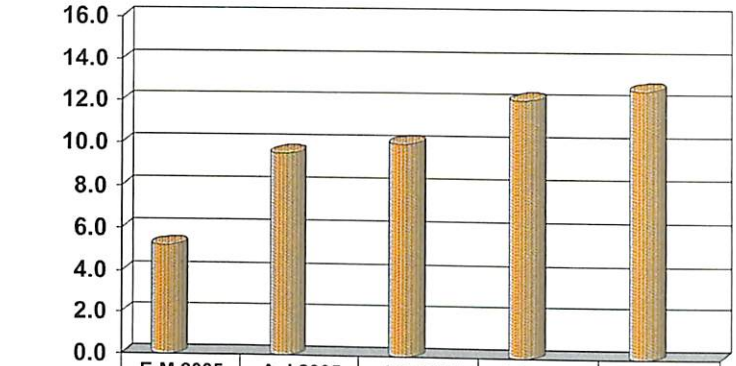
Es evidente que los efectos derivados de la estrecha coordinación entre una política monetaria prudente y una política fiscal austera, enmarcados en los lineamientos establecidos en el Acuerdo con el FMI, han derivado en el restablecimiento de la estabilidad macroeconómica y el resurgimiento del crecimiento económico con estabilidad. A su vez, estos factores fueron determinantes en la recuperación de la confianza de los agentes económicos,

lo que ha permitido que se registren importantes cambios de tendencia en el comportamiento de algunas variables macroeconómicas claves.

En el 2005 el Producto Interno Bruto creció un 9.3% en términos reales, favorecido tanto por la relativa estabilidad cambiaria como de la inflación. Por el lado demanda los principales determinantes de este crecimiento fueron el consumo privado y la inversión.



Igual tendencia se mostró en el primer trimestre del 2006 cuando la economía creció un 12.6%, lo cual refleja que la economía continúa con el mismo ritmo de crecimiento iniciado a finales del 2004.



	E-M 2005	A-J 2005	J-S 2005	O-D 2005	E-M 2006	Promedio último 3 trimestres
Base 1991	5.2	9.5	10.0	12.1	12.6	11.6%
Base 1970	4.7	7.2	10.4	14.6	13.0	12.6%

Las actividades económicas que incidieron en este crecimiento fueron la agropecuaria (13.0%), Minería (9.1%), Manufactura Local (10.4%), Construcción (31.8%), Comercio (16.1%); Hoteles, Bares y Restaurantes (4.8%); Transporte (18.1%); Comunicaciones (30.3%), Intermediación Financiera y Seguros (21.3%), Administración Pública (23.9%) y Salud (5.2%); las cuales representan el 72.9% del PIB total. Asimismo impuestos a la producción netos de subsidios crecieron en 12.2% durante el trimestre analizado, acorde con el dinamismo de las actividades económicas.