



Política monetaria, tasa de cambio y liquidez en el actual contexto de crisis internacional

Ante las inquietudes de algunos agentes del sector privado con respecto al aumento de las tasas de interés, la situación de liquidez de la economía, el déficit en cuenta corriente y otros aspectos de tipo monetario y cambiario, el Banco Central de la República Dominicana se permite edificar a la opinión pública sobre los criterios que sustentan las medidas de política monetaria adoptadas por esta institución. Dichas decisiones han sido tomadas con el propósito de mantener la estabilidad de precios, mandato principal dispuesto por la Ley Monetaria y Financiera 183-02 en su Artículo 2.

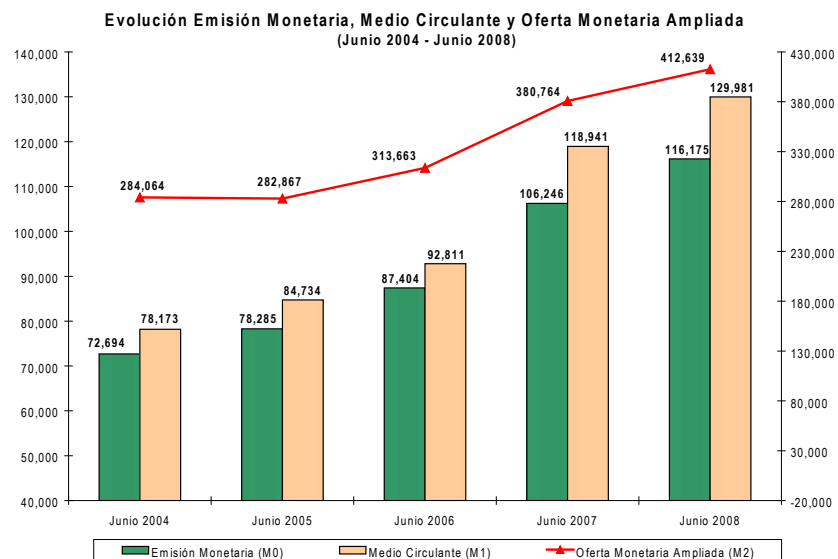
La evaluación de las medidas de política monetaria debe hacerse considerando que *la economía dominicana está siendo impactada por perturbaciones externas, tales como la desaceleración de la economía de Estados Unidos, originada por la crisis subprime, los altos precios del petróleo, de los alimentos y de otras materias primas*. En una economía pequeña y abierta al comercio internacional como la dominicana, estos choques externos se traducen en aumentos en los precios de insumos y bienes finales, por lo que la política monetaria, en coordinación con la política fiscal, debe orientarse a reducir el impacto de los mismos.

LA POLÍTICA MONETARIA Y LA LIQUIDEZ DE LA ECONOMÍA

En el cumplimiento de su función primigenia de mantener la estabilidad de precios, el Banco Central monitorea y gestiona los niveles de liquidez de la economía a través de los agregados monetarios, que no son más que la sumatoria de los componentes de la liquidez macroeconómica en todas sus formas. Esto lo hace porque existe una relación directa y positiva entre la cantidad de dinero en circulación y la inflación, como lo plantea la Teoría Cuantitativa del Dinero, postulado fundamental en las ciencias económicas. Un ejemplo de la validez de este enunciado es el elevado nivel de precios que experimentó la economía debido al masivo salvamento bancario durante la pasada crisis financiera que expandió la liquidez a niveles históricos. En agosto de 2004, el financiamiento interno había alcanzado los RD\$104,827.9 MM, vía la emisión de dinero 'inorgánico', induciendo un aumento de 114% de la emisión monetaria entre enero de 2003 y agosto de 2004, con su funesta secuela en términos de inflación, devaluación, pérdida de confianza y salida de capitales.

Los criterios con los cuales el Banco Central ha manejado los agregados monetarios desde agosto de 2004, de ninguna manera han generado una situación de iliquidez en la economía. Por el contrario, esta institución ha sido

responsable de garantizar el adecuado funcionamiento del sistema de pagos y satisfacer la creciente demanda de dinero que requiere una economía en crecimiento. En otras palabras, el Banco Central ha procurado que la oferta monetaria se corresponda con la demanda real de dinero, evitando presiones innecesarias sobre los precios internos.



Como muestra el gráfico anterior, la liquidez medida por los agregados M_0 (emisión monetaria), M_1 (medio circulante), y M_2 (Oferta Monetaria Ampliada), han aumentado de forma sostenida desde junio de 2004. Durante el período junio 2007-junio 2008, la liquidez primaria de la economía, medida por la emisión monetaria, experimentó un aumento de RD\$9,928.7 MM, mientras que el medio circulante, que considera tanto el efectivo en poder del público como los depósitos a la vista en instituciones financieras, mostró un mayor dinamismo creciendo en RD\$11,040.60 MM. Por su parte, la oferta monetaria ampliada experimentó una expansión de RD\$31,875.50 MM, impulsada fundamentalmente, por el crecimiento de los depósitos de ahorro.

Vale destacar que durante el período marzo 2007-marzo 2008, la expansión de la emisión monetaria fue de 16.9%, equivalente a RD\$17,098.4 MM, superando el crecimiento del PIB nominal de 15.2 por ciento. Esto indica que la liquidez disponible en la economía fue más que suficiente para financiar la producción nacional medida a precios corrientes. De la misma manera, el medio circulante, principal medio de pago de la economía, aumentó en 31.2% durante el mismo período, duplicando el crecimiento del PIB nominal. ***Este resultado contradice la afirmación de que esta institución no ha suministrado los medios de pagos necesarios para el normal desenvolvimiento de las actividades productivas.***

No obstante, dada la actual situación local e internacional, que demanda un ajuste del gasto total de la economía, las medidas que ha venido adoptando esta institución buscan desacelerar el crecimiento de los agregados monetarios para ubicarlo por debajo del ritmo de expansión del PIB nominal, el cual está siendo afectado por la inflación importada. Datos preliminares a junio del presente año, M_1 ha decrecido en 6.8% y M_2 ha aumentado en 1.2%, con respecto a diciembre de 2007, en donde, por razones estacionales, la liquidez en la economía alcanza su punto más alto, por lo que ambos agregados monetarios mantienen un crecimiento por debajo del PIB nominal. ***Estas condiciones, generadas por el efecto de las medidas de política monetaria adoptadas por esta institución, en ningún caso reflejan una situación de iliquidez en la economía, sino el necesario proceso de desaceleración del crecimiento de los agregados monetarios. Esto se constituye en un claro signo de la consistencia y del carácter prudencial de la política monetaria.***

Por otra parte, es incorrecto señalar que las subastas de letras y notas que realiza esta institución impiden que la economía alcance un nivel adecuado de liquidez sistémica. Como se muestra en el cuadro siguiente, al cierre de junio de 2005 el volumen de certificados creció en RD\$40,071.3 MM con respecto al mismo período de 2004. Durante este lapso de tiempo existía un exceso de liquidez en la economía heredado de la crisis bancaria y el Banco Central tuvo que hacer un mayor esfuerzo, en materia de desmonetización, para anular sus efectos negativos sobre la devaluación de la moneda y la inflación, y de esta manera reasumir el control de los agregados monetarios. No obstante, entre junio de 2007 y junio de 2008, este monto sólo creció en RD\$14,806.6 MM, cantidad, al mismo tiempo, muy inferior a los RD\$28,957.8 MM de intereses pagados al público en dicho período, lo que indica que el Banco Central sólo ha desmonetizado aproximadamente el 50% de lo emitido por concepto de pago de intereses, con lo cual contribuye a garantizar un adecuado nivel de liquidez en la economía.

Comportamiento de Letras del Banco Central (Junio 2004-Junio 2008)

	Jun 05/Jun 04	Jun 06/Jun 05	Jun 07/Jun 06	Jun 08/Jun 07
Saldo	122,850.8	148,927.1	176,514.9	191,321.6
Cambio Absoluto	40,071.3	26,076.3	27,587.8	14,806.6
Tasa de Crecimiento	48.4%	21.2%	18.5%	8.4%

Igualmente, entre diciembre de 2007 y junio del presente año, los valores en circulación se incrementaron en sólo RD\$16,359.9 MM, inferior al aumento de 2006, el cual ascendió a RD\$19,565.8 MM, y similar al monto colocado en 2005, cuando no había quejas con respecto a la liquidez. Esto indica que el Banco Central, a través de las Operaciones de Mercado Abierto, ha desmonetizado montos consistentemente menores, por lo que no puede afirmarse que esta institución esté rivalizando con la banca nacional en cuanto a captación de fondos del público. ***Evidentemente, uno de los logros más importantes de las colocaciones de certificados del Banco Central es que se realizan, fundamentalmente, para neutralizar el efecto del pago de intereses.***

Algunos economistas, interesados en crear expectativas negativas acerca de las acciones del Banco Central, han afirmado que las recientes medidas adoptadas por éste, aumentarán significativamente el déficit cuasi-fiscal, el cual se colocaría, según ellos, por encima de los RD\$40,000 MM al final del presente año. Sin embargo, a junio de 2008 los intereses pagados por el monto total de certificados arrojaban una tasa efectiva promedio de 13.77%, 73 puntos básicos por debajo de lo proyectado, equivalente a un pago total de RD\$12,758 MM, por debajo en RD\$1,166 MM de lo proyectado para junio en el Programa Monetario.

Esta menor tasa de interés efectiva a junio ayudará a compensar los mayores intereses que serían pagados durante la segunda mitad de este año, si fuese necesario aumentar nuevamente las tasas de interés. En efecto, aún en el caso de que el aumento de las tasas de interés produzca incrementos en el pago mensual de intereses, la proyección de déficit cuasi-fiscal para 2008 estaría en torno a RD\$24,000 MM, monto inferior al déficit registrado al cierre de 2007 y significativamente menor a los RD\$40,000 MM estimados por los críticos de esta institución.

En otro orden, llama poderosamente la atención de que en el documento recientemente publicado por el Consejo Nacional de la Empresa Privada (CONEP), se incluye como deuda cuasi-fiscal al 31 de diciembre del 2007, al stock de certificados más los depósitos remunerados. Esto, no sólo es incorrecto en términos metodológicos, sino que parecería desconocer el mecanismo establecido en la Ley 167-07 para la Recapitalización del Banco Central, en la que se reconocen las pérdidas acumuladas de la institución y se autoriza al Gobierno a emitir títulos cuyo pago de intereses cubriría el déficit operacional de esta institución. Igualmente, es inadecuado incluir dentro del total de títulos del Banco Central los depósitos remunerados, debido a que los mismos corresponden a un instrumento de política monetaria para el control de la liquidez.

Dicho documento también plantea que el agregado monetario M_2 debe incluir toda la deuda cuasi-fiscal, incluyendo los intereses, por considerarla como deuda del Banco Central y, por tanto, un pasivo monetario. Este planteamiento es incorrecto por dos razones: en primer lugar, sumar el déficit cuasi-fiscal y el volumen de certificados, es agregar dos variables de distintas naturalezas, pues el pago de intereses es una variable flujo y el volumen de certificados es una variable stock. En segundo lugar, el cálculo de los agregados monetarios, está referenciado al Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del FMI, que explica, en el caso particular de M_2 , que no todos los instrumentos financieros califican para ser incluidos en las definiciones amplias de dinero. Sólo deben incluirse aquellos instrumentos que tienen detrás una motivación de manejo de liquidez (corto plazo), ya que se entiende que los adquiridos por el público a mayor plazo obedecen a un motivo de administración de riqueza, es decir, se acercan más a la función del dinero como depósito de valor y no como medio de pago.

En el caso dominicano, M_2 es un agregado monetario amplio que sólo debe incluir los instrumentos monetarios que tienen características de liquidez, es decir, aquellos valores emitidos por el Banco Central que están en poder del público a plazos menores de 1 año, los cuales ascienden, a junio de 2008, a RD\$6,748.7 MM, equivalentes a 3.5% del total de certificados. Asimismo, sería necesario excluir los valores adquiridos por entidades de intermediación financiera y por no residentes, que representan el resto (96.5%) del volumen de títulos.

CARTERA DE CRÉDITO Y LIQUIDEZ BANCARIA

La evolución de la liquidez bancaria, entre junio 2007 y junio 2008, se explica por un significativo aumento de la cartera de préstamos al sector privado, y no a una excesiva contracción monetaria durante el período en cuestión como aseguran algunos representantes de ese sector. Desde junio de 2007 a la fecha, el crédito al sector privado ha aumentado en RD\$49,212.4 MM, correspondiente a un incremento de 24%, de los que RD\$18,290.9 MM han sido registrados en el presente año, equivalente a un 37 por ciento. Este acelerado crecimiento del volumen de crédito ha sido mayor que la expansión de los depósitos, que asciende a RD\$33,747.4 MM durante ese período.

Este incremento en el crédito al sector privado casi duplicó el crecimiento del PIB nominal durante el período referenciado anteriormente. Lo mismo ocurrió al cierre 2007 cuando el total de préstamos al sector privado aumentó en 31.2 por ciento. Para ilustrar la magnitud de la expansión crediticia reciente, el monto de préstamos al sector privado pasó de RD\$129,607.3 MM en junio de 2005 a RD\$250,705.9 MM en junio de 2008, un aumento de RD\$121,098.6 MM, lo que indica que el sistema financiero casi ha duplicado su cartera de préstamos al sector privado en tan sólo tres años, manteniendo una holgada situación de liquidez, que en el caso de la banca múltiple se situaba en 30.16% sobre los pasivos sujetos a encaje en junio de 2008. Si bien es cierto que este vertiginoso aumento del crédito ayuda a financiar el crecimiento económico, también contribuye al deterioro de la cuenta corriente por su efecto directo sobre el gasto total de la economía que incrementa, a su vez, la demanda por importaciones.

Este mayor volumen de negocios de la banca nacional, manifestado en las recurrentes ferias hipotecarias y de vehículos durante los últimos dos años, es el reflejo de una economía en crecimiento y una consecuencia directa de la caída histórica de las tasas de interés que se observaron en dicho período. Esto contribuye a explicar la situación de liquidez de la banca, que le ha permitido mostrar un adecuado desempeño operativo y obtener considerables beneficios. Por ejemplo, durante el período enero-diciembre de 2007, los resultados netos alcanzados por los bancos múltiples, que representan el 76% del sistema bancario, presentaron beneficios por un monto de RD\$7,909.8 MM, mostrando un incremento de RD\$2,939.0 MM (58.8%), con respecto a los obtenidos en igual período del 2006 cuando alcanzaron la suma de RD\$4,980.1 millones. Para el período

enero-mayo de 2008, la tendencia se mantiene, en razón de que estas entidades obtuvieron beneficios preliminares por un monto de RD\$4,569.1 MM, para un incremento de 54.8% con relación a igual período de 2007.

Cabe destacar, que estos beneficios después de descontar el pago de Impuesto sobre la Renta, la constitución de provisiones por activos de riesgos y los pagos de las cuotas de supervisión bancaria, fondo de contingencia y de consolidación bancaria, establecidos en la Ley Monetaria y Financiera y la Ley de Prevención de Riesgo Sistémico para la protección a los depositantes. Estas partidas en conjunto ascendieron en el 2006 a RD\$9,348.0 MM y en el 2007 a RD\$8,521.0 MM.

La rentabilidad de los bancos múltiples, por efecto de dichos resultados operacionales, ha estado mostrando niveles elevados, alcanzando los indicadores siguientes: a) Rentabilidad de Capital Pagado (ROC) en el 2007 de 33%, superior al 24.5% en el 2006; b) Rentabilidad del Patrimonio (ROE) en el 2007 de 23.2%, superior al 16.7% obtenido en el 2006, y c) Rentabilidad de los Activos (ROA) en el 2007 de 1.95%, por encima del nivel de 2006, cuando fue de 1.90 por ciento. Estos niveles de rentabilidad son mucho más atractivos cuando se le asocia a la estabilidad macroeconómica obtenida por el país durante este período, caracterizada por bajos niveles de inflación, estabilidad relativa en la tasa de cambio y bajos niveles en las tasas de interés.

De la misma forma, es importante destacar que la banca múltiple, en los dos últimos años, ha realizado significativos esfuerzos para mejorar su desempeño aumentando sus niveles de capitalización, factor que, conjuntamente con la implementación de las disposiciones adoptadas por la Autoridad Monetaria y Financiera, en materia de identificación, medición y control de riesgos, ha contribuido notablemente a mejorar sus niveles de solvencia que actualmente superan el mínimo requerido de un 10% de los activos y contingencias ponderados por riesgo. El coeficiente de solvencia de la banca múltiple, al cierre de diciembre del 2007, fue de 13.6% y a marzo de 2008, última fecha disponible, alcanzó un robusto 16.25%, lo cual constituye una muestra fehaciente del fortalecimiento de los niveles patrimoniales de la banca y un blindaje para la protección de contingencias ante la ocurrencia de fenómenos inesperados.

MEDIDAS DE POLÍTICA MONETARIA

Las presiones inflacionarias vigentes que enfrenta la economía dominicana encuentran su origen, no sólo en los mayores costos de producción provocados por factores externos, sino en el empuje del gasto tanto público como privado, producto del crecimiento económico de los últimos tres años. Esta situación ha generado un desequilibrio entre la oferta y la demanda doméstica. En respuesta a las condiciones económicas vigentes y sus perspectivas, el Banco Central ha tenido que ponderar y aplicar un conjunto de medidas de política tendentes a evitar que el crecimiento de la demanda agregada presione aún más los precios internos. De este

modo, se han utilizado, y se utilizarán, los instrumentos de política monetaria disponibles para proteger la estabilidad de precios.

En ese sentido, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central aumentó la tasa de interés de política monetaria (overnight) en dos ocasiones: 1% en enero y 1% en febrero del presente año, para ubicarla en 9 por ciento. Asimismo, en febrero de este año se abrió un nuevo plazo para la ventanilla de colocación directa del público con vencimiento a 36 meses con una tasa de 16%, sin redención anticipada. Posteriormente, en el mes de abril fueron aumentadas las tasas de los certificados de colocación directa en 1%, excepto para el plazo de 180 días.

Adicionalmente, se requirió que, a partir del 7 de julio del presente año, el 2% de encaje legal que los bancos, por una facilidad otorgada por las autoridades monetarias, podían mantener en sus bóvedas, fuese depositado nuevamente en el Banco Central. En lo adelante el 20% de encaje legal debe ser mantenido en su totalidad en esta institución. Esta medida no implica un aumento del coeficiente de encaje legal sino que sólo genera un cambio en su composición.

Este tipo de medidas no han sido implementadas exclusivamente en la República Dominicana. La mayoría de los bancos centrales de América Latina han incrementado sus tasas de interés de política monetaria, es el caso de Chile, Costa Rica, Guatemala, Honduras, México, Perú, Uruguay, Nicaragua, entre otros. Algunos, incluso, han adoptado medidas adicionales para complementar los ajustes de tasas de interés, con importantes aumentos en los niveles de encaje legal regular y marginal (Perú y Uruguay). La semana pasada, el Banco Central Europeo, para frenar aumentos en el nivel de precios en la Zona Euro, decidió aumentar su tasa de interés de política monetaria, mientras que Paraguay aumentó su encaje legal y Chile volvió a subir las tasas de interés.

En ese mismo tenor, la compañía de servicios financieros estadounidense Merrill Lynch reporta que más de tres cuartas partes de los bancos centrales del mundo han utilizado sus instrumentos de política monetaria para enfrentar las actuales presiones inflacionarias. Más aún, distintos organismos internacionales han reconocido el momento delicado por el que pasan las economías emergentes, como la dominicana, sugiriendo mantener el enfoque de minimizar las presiones inflacionarias implementando una política monetaria prudente y sopesada, orientada a mantener la estabilidad macroeconómica en el largo plazo.

POLÍTICA CAMBIARIA Y COMPETITIVIDAD

De la misma manera, el Banco Central consciente de la fuerte relación entre la tasa de cambio y los precios, ha manejado la política cambiaria de forma consistente con su meta de inflación y de reservas internacionales. Desde el año 2004 el régimen cambiario de la economía dominicana es de flotación administrada y el FMI, organismo multilateral encargado de clasificar los regímenes cambiarios del mundo,

así lo reconoce en su última publicación anual titulada, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions".

En este tipo de régimen la tasa de cambio está determinada por el mercado, con intervenciones esporádicas de la autoridad monetaria cuando se verifica volatilidad excesiva e irregular. Incluso, el prestigioso economista chileno Sebastian Edwards, especialista en el análisis de regímenes cambiarios, argumenta que el debate sobre el régimen óptimo de tipo de cambio en economías emergentes ha estado obstaculizado por la falta de experiencias genuinas de tipos de cambio flotante. Argumenta que la mayoría de los regímenes clasificados como "flotantes" corresponden a algún tipo de sistema manejado. En el caso del mercado cambiario dominicano, aún en circunstancias en las que el Banco Central ha intervenido, la tasa de cambio no ha dejado de fluctuar a través del tiempo. A manera de ejemplo, a junio de 2007, la tasa de cambio promedio de venta era de RD\$32.57 por dólar, mientras que a de junio de 2008, esta ascendió a RD\$34.35 por dólar, lo que equivale a una depreciación de 5.5 por ciento.

En adición, las intervenciones del Banco Central pueden buscar acelerar el proceso de desmonetización cuando las presiones inflacionarias son muy fuertes, pero nunca anclar un valor específico de la divisa, como se ha querido argumentar. De hecho, el FMI afirma que si el dólar se ha mantenido entre RD\$32.00 y RD\$34.50 desde mediados de 2006 a la fecha, no ha sido porque las autoridades monetarias se hayan comprometido a mantener la tasa dentro de esa escala, sino que ha sido el resultado de la recuperación de la confianza en la moneda nacional, el creciente flujo de inversión extranjera y las bajas expectativas devaluatorias.

Por tanto, los argumentos de que la política cambiaria que implementa esta institución afecta negativamente la competitividad del país carecen de fundamentos por las razones que se presentan a continuación. En primer lugar, en una publicación del Consejo Monetario Centroamericano (CMCA) de junio de este año, en el que se estiman los niveles de tipo de cambio real de equilibrio de los países de Centroamérica y el Caribe y sus principales socios comerciales, utilizando el Índice de Tipo de Cambio Real Efectivo (ITCER), contradice esta afirmación. Según dicha publicación, si consideramos el promedio del ITCER regional de República Dominicana para el período enero-mayo de 2008, que incluye sólo a sus competidores de Centroamérica miembros del DR-CAFTA, el peso dominicano presentó una depreciación promedio de 11.5% más allá de su valor de equilibrio, lo que significa que la tasa de cambio debió situarse en torno a un valor de RD\$30 por dólar.

En segundo lugar, en la última publicación del International Financial Statistics, principal publicación estadística del FMI, el Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real estimado para República Dominicana con base 100 en el año 2000, se situó en 99.8. Este indicador es otra muestra de que la tasa de cambio en nuestro país se encuentra prácticamente en equilibrio.

En tercer lugar, en otro documento del FMI elaborado en ocasión de la discusión en el Directorio Ejecutivo de la Consulta del Artículo IV y la Octava Revisión del recién finalizado Acuerdo Stand-By, el cual fue conocido en enero de este año, se presenta la estimación del Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real. Entre los resultados de este estudio se destaca que los indicadores basados en el turismo y en el costo unitario laboral sugieren que el peso podría estar ligeramente depreciado con relación a su nivel antes de la crisis financiera de 2003, pero las tasas efectivas reales basadas en el Índice de Precios al Consumidor sugieren una modesta apreciación.

Finalmente, el análisis del Grupo de Asesoría sobre Asuntos Cambiarios del FMI sugiere una ligera sobrevaluación, mientras que otros modelos econométricos indican que los movimientos observados de la tasa efectiva real no difieren de modo estadísticamente significativo de su valor fundamental de largo plazo. Igualmente, estimaciones del prestigioso economista Peter Montiel, profesor del Williams College, y estudios realizados a lo interno de esta institución, corroboran las conclusiones del FMI.

En definitiva, ninguna de las estimaciones cuantitativas disponibles, realizadas por fuentes externas e internas a esta institución, muestran que el tipo de cambio en República Dominicana se encuentre significativamente alejado de su valor de equilibrio. Estas estimaciones indican que su valor actual es coherente con las variables fundamentales de la economía y su nivel de equilibrio de largo plazo. Por lo tanto, no es cierto que el tipo de cambio esté generando una pérdida de competitividad de nuestras exportaciones, según afirman las infundadas críticas a la política cambiaria.

Estas críticas a la política cambiaria han llegado hasta el extremo de acusar a esta institución de los niveles de informalidad prevalecientes en la economía dominicana. Las causas detrás del nivel de informalidad en el mercado laboral dominicano están relacionadas a asuntos de tipo estructural y no son resultado de la aplicación de los instrumentos de política monetaria del Banco Central, y mucho menos de la política cambiaria.

Si bien es cierto que de la población ocupada del país en 2007, el 56% correspondía a trabajadores informales, hay que destacar que esta situación es generalizada en el resto de países de América Latina, ya que República Dominicana, según un estudio realizado por el Banco Mundial el año pasado, ocupa la sexta posición dentro de los países con menor tasa de empleos informales. Según este estudio, países como Venezuela, México, Brasil, Ecuador, Perú, tienen mayores niveles de informalidad, destacándose Bolivia (75%), Paraguay (70%) y Colombia (65%). ***Por tanto, la variedad de regímenes cambiarios y estrategias de política monetaria de los países incluidos en este estudio, demuestra que no existe necesariamente una relación directa entre la informalidad y el régimen cambiario de un país. La evidencia empírica demuestra que este tipo de fenómenos responde principalmente a factores de tipo estructural.***

TASA DE CAMBIO Y CUENTA CORRIENTE

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el cual se ha expandido de manera significativa desde 2006, no es el resultado de una política expresa de mantener un tipo de cambio sobrevaluado, sino de una combinación de factores, que incluyen: la sincerización de la valoración de las importaciones a partir del año 2006, la recuperación económica que ha generado mayores importaciones y, particularmente, el aumento de la factura petrolera. En el primer trimestre del presente año, la cuenta corriente registró un déficit de US\$804 MM, reflejando principalmente, un aumento en la factura petrolera de US\$337.3 MM, equivalente al 43% del aumento del déficit y a 44% del aumento de las importaciones totales.

Esta situación afecta con igual magnitud a los demás países de la región que no son productores de petróleo, como lo evidencia la última declaración de los Gobernadores del Consejo Monetario Centroamericano en San Salvador, en junio de este año, cuando afirmaron: "...su preocupación por el entorno económico internacional desfavorable que se ha venido presentando en los últimos meses, caracterizado por el continuo incremento de los precios internacionales del petróleo y sus derivados, así como de los alimentos. Dicha situación ha incrementado las vulnerabilidades relacionadas con la inflación, las cuales se han acelerado a nivel mundial y en todos los países de la región."

De manera que no es justo afirmar, en el marco de la presente coyuntura internacional, que la situación actual de la cuenta corriente es originada únicamente por una excesiva apreciación de la tasa de cambio, sino que es necesario considerar, primordialmente, el efecto adverso del choque petrolero. Este déficit, a pesar de que puede ser financiado a través de la cuenta de capital, requiere de una estrecha coordinación entre la política monetaria y fiscal para realizar los ajustes necesarios y asegurar la sostenibilidad de la cuenta corriente en el mediano plazo.

Si la autoridad monetaria no realizara los esfuerzos necesarios para mantener la estabilidad relativa del tipo de cambio y permitiera episodios de depreciación excesiva como los vividos en el pasado reciente, los precios de los combustibles, la electricidad y los demás bienes y servicios importados, incluyendo materias primas y alimentos, serían mucho más caros, mientras que el peso de la factura petrolera, el subsidio eléctrico y la deuda externa, llevarían al país a una situación de insostenibilidad económica y financiera. Desafortunadamente, quienes proponen la devaluación de la moneda como panacea para la solución de los desequilibrios internos y externos que enfrenta el país, olvidan las amargas experiencias que esta clase de medidas han generado en el pasado en materia de inflación y devaluación, así como la naturaleza del shock externo, el cual no debe ser enfrentado solamente por el lado de la demanda.

SUPERVISIÓN Y SOLVENCIA BANCARIA

Contrario a lo planteado por algunos analistas y banqueros locales, la tendencia a nivel internacional es hacia el fortalecimiento de las normas prudenciales. En abril del año en curso el Foro para la Estabilidad Financiera Mundial presentó recomendaciones de modificación a la regulación prudencial orientada a aumentar la capacidad de las instituciones financieras para enfrentar las turbulencias de los mercados. Las acciones recomendadas se concentran en cinco grandes áreas: a) fortalecimiento de la supervisión prudencial del capital, la liquidez y el manejo del riesgo; b) fortalecimiento de la valoración patrimonial y la transparencia; c) cambios en el uso y el papel de la calificación crediticia; d) fortalecimiento de la responsabilidad de las autoridades supervisoras respecto al riesgo de las instituciones financieras; y e) alternativas para el manejo de presiones y turbulencias en los mercados financieros.

Recientemente, la Autoridad Monetaria y Financiera solicitó al Honorable Señor Presidente de la República, el Dr. Leonel Fernández, retirar del Congreso Nacional el proyecto de modificación a la Ley Monetaria y Financiera para revisar y confirmar que las modificaciones propuestas responden correctamente a las recomendaciones internacionales y a los cambios regulatorios que está demandando el nuevo entorno internacional. ***Es obvio que dado el impacto de la crisis que aún prevalece en los mercados financieros internacionales, resultaría totalmente contraproducente flexibilizar las normas y los reglamentos que controlan la solvencia, el riesgo y la liquidez de las instituciones financieras locales.***

Es importante destacar que el Banco Central siempre estará a favor de que los intermediarios financieros canalicen recursos hacia sectores sensibles y de gran importancia para la economía nacional como la agricultura, ganadería, entre otros, sobre todo, considerando las actuales condiciones de crisis alimentaria a nivel internacional. No obstante, esta institución entiende que el camino de la flexibilización de las normas bancarias de evaluación de activos no es la vía más adecuada para incentivar una mayor cantidad de recursos hacia los referidos sectores.

Sin embargo, el Banco Central respalda las iniciativas que se vienen implementando para convertir al Banco Agrícola en una agencia de fomento para promover la producción nacional, mediante la canalización de recursos hacia el sector agropecuario, que tradicionalmente no han tenido acceso a crédito en la banca. Igualmente apoya las acciones de instituciones de fomento nacionales, para la creación de fondos de garantía de crédito que viabilicen recursos de las entidades de intermediación financiera, tanto al sector agropecuario, como al segmento de las micro, pequeña y medianas empresas, las cuales contribuyen a dinamizar la economía aumentando la producción, el empleo y, por ende, las exportaciones nacionales.

Con el propósito de fortalecer el sistema bancario, procurando mayores niveles de solvencia y mecanismos de protección contra riesgos, es pertinente mencionar los esfuerzos realizados por la Autoridad Monetaria y Financiera para implementar las disposiciones contenidas en los reglamentos aprobados por la Junta Monetaria relativos a concentración de riesgos, supervisión consolidada, y elaboración y publicación de estados financieros consolidados, con el objeto de identificar, medir y controlar los riesgos cruzados entre las entidades de intermediación financiera asociadas a un grupo financiero o económico a efectos de determinar el riesgo global y en base ello requerir las necesidades patrimoniales a nivel agregado. En este ámbito, se reconocen los esfuerzos realizados por la Superintendencia de Bancos, mediante la suscripción de memorandos de entendimientos con reguladores extranjeros y su participación en la Asociación de Supervisores Bancarios de Centroamérica para consensuar acciones de convergencia regulatoria con los países de la región.

REFLEXIONES FINALES

En un país pluralista y democrático, en donde prevalece la libertad de expresión, los agentes económicos tienen todo el derecho de hacer públicas sus opiniones, aunque las mismas sean contrarias a los juicios de organismos reguladores como el Banco Central y la Superintendencia de Bancos y organismos multilaterales como el FMI, entre otras. Esta institución, por su parte, cumple con exponer con transparencia los elementos que justifican las recientes medidas de política monetaria con el objetivo de mantener informada a la población, para que cada quien se forme su propio juicio.

Dados los retos que impone el presente entorno internacional, las autoridades monetarias tienen un compromiso ineludible con la estabilidad macroeconómica y no utilizarán el deslizamiento deliberado del tipo de cambio como instrumento de política para proveer liquidez a la economía, ni para corregir de manera artificial el desequilibrio externo, debido a los perversos efectos que este tipo de medida produciría sobre los sectores productivos del país. Las fluctuaciones del tipo de cambio deberán obedecer a las condiciones prevalecientes en el mercado, procurando mantener su estabilidad relativa, como se ha explicado en este documento.

Finalmente, conviene que la opinión pública conozca que el Banco Central monitorea muy de cerca los acontecimientos relacionados a la crisis internacional, cuya duración es impredecible, y sus posibles consecuencias sobre la economía local, y que tiene una estrategia de política monetaria para responder acorde con la evolución de variables externas e internas, para lo que necesariamente deberá contarse con una estrecha coordinación con la política fiscal.

8 de julio de 2008

