

DINERO

No hay anclaje gratis



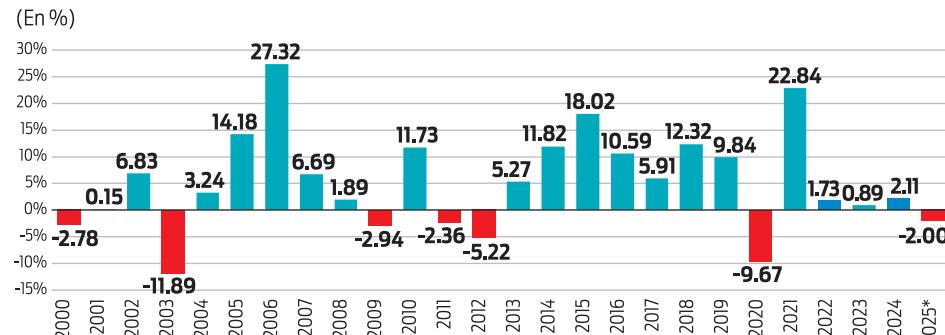
ANDRÉS DAUHAJRE HIJO
Fundación Economía y Desarrollo, Inc.

El Banco Central (BCRD) está convencido de que la variación en la tasa de cambio atenta contra el objetivo de la meta de inflación, dado el efecto de transmisión (pass-through) de la devaluación a los precios internos. Por esa razón, cuando lo considera necesario, interviene en el mercado cambiario para mantener la tasa de cambio dentro de la banda implícita que utiliza para garantizar que la devaluación se mantenga dentro de los límites no atentatorios contra el logro de la meta de inflación. Por eso, la tasa de cambio ha operado como ancla para mantener la inflación a raya.

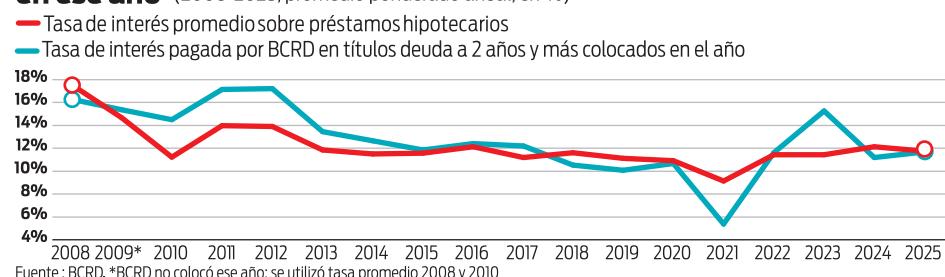
Los anclajes, sin embargo, no son gratis. Algun precio termina pagándose. Argentina, por ejemplo, ha utilizado el anclaje representado por una tasa de depreciación mensual de su moneda inferior a la tasa de inflación mensual, dando lugar a una apreciación del peso argentino que imposibilita la acumulación de reservas y alimenta las expectativas de devaluación. En el caso argentino, estas expectativas no requieren ser alimentadas mucho, pues la mayoría de los agentes económicos incorporan, en sus modelos de predicción de la tasa de cambio, la posibilidad de regreso del peronismo-kirchnerismo a la Casa Rosada. No debe extrañar que en Argentina, gobernada hoy por un presidente que se autopropone como ferviente creyente del libertarismo austriaco, el “fear of floating” detectado por Calvo y Reinhart en 2002, exhiba la misma intensidad de siempre.

En nuestro caso, el anclaje no ha impedido la acumulación de reservas. A diferencia de Argentina, nosotros tenemos acceso al mercado global de capitales y emitimos bonos cada vez que deseamos, sea para financiar el déficit fiscal o para acumular reservas aún con “carry negativo”. La marcada preferencia por el endeudamiento en dólares, explica el por qué mientras en 2019 el 65% de la deuda del sector público no financiero correspondía a endeudamiento externo, actualmente la participación de esta última ha subido al 74% de la deuda total del sector público no financiero. El creciente endeudamiento en dólares magnifica la capacidad del BCRD para garantizar el uso de la tasa de cambio como ancla de la inflación. Dado que los desembolsos del endeudamiento público externo ingresan al BCRD, éste, para evitar el desbordamiento de la base monetaria, se ve precisado a colocar

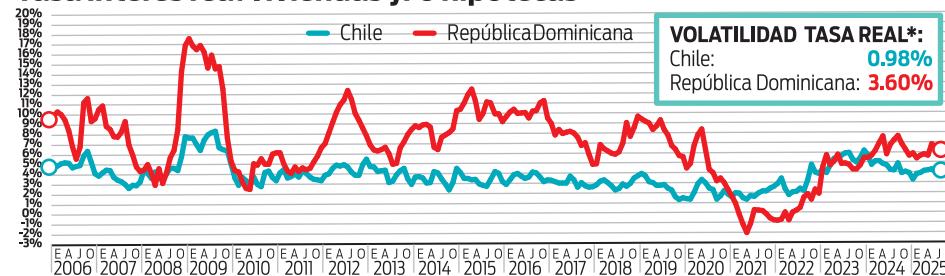
Tasa real de crecimiento real del sector construcción (En %)



Tasa de interés sobre préstamos hipotecarios versus tasa de interés pagada por BCRD en sus títulos de deuda a dos años y más colocados en ese año (2008-2025, promedio ponderado anual, en %)



Tasa interés real viviendas y/o hipotecas



VOLATILIDAD TASA REAL*:
Chile: 0.98%
República Dominicana: 3.60%

Infografía: José M. Medrano

títulos de deuda en moneda local que pagan elevadas tasas de interés. Eso explica el por qué, entre agosto de 2019 y febrero de 2024, el BCRD ejecutó una política agresiva de colocación de títulos de deuda con atractivas tasas de interés para neutralizar la expansión monetaria generada por la acumulación de reservas. En ese período, la deuda interna del BCRD pasó de RD\$ 611,976 a RD\$ 1,112,894 millones. A partir de marzo de 2024, motivado quizás por la crítica a la cuasi-duplicación de esa deuda, el BCRD decidió reducirla hasta alcanzar RD\$ 903,809 millones al final de octubre pasado. Esta baja no desencadenó un aumento significativo de la base monetaria pues el BCRD decidió neutralizar la menor intensidad del “rollover” de los vencimientos de su deuda con venta de reservas. Entre mayo y septiembre de este año, el BCRD perdió US\$ 1,760 millones de sus reservas. Eso explica, en gran parte, el por qué la base monetaria apenas aumentó en 4.4% entre octubre de 2024 y octubre de 2025. El bajo crecimiento de la base monetaria no impidió que, fruto del activismo monetario del BCRD para estimular la economía, los agregados de oferta monetaria (M1, M2 y M3) crecieran a tasas (12.1%, 13.1% y 14.3%) muy por encima del aumento de la demanda nominal de dinero en una economía que ha crecido 2.2% con una inflación de 3.74%. El activismo monetario que, de manera intermitente, ha estado practicando el BCRD para esti-

mular la economía, ha creado las condiciones para que el peso haya registrado una depreciación de 7.1% en los últimos 12 meses. La depreciación no ha sido mayor porque el BCRD ha recurrido a la reconocida ventaja comparativa que tiene en el arte de la persuasión moral de los agentes que participan en el mercado cambiario, para que contribuyan a la “estabilidad”. Este año, los resultados de la persuasión moral han sido menos efectivos que en el pasado debido a que los depositantes han estado observando, con mucho detenimiento y mayor preocupación, que la tasa de interés promedio sobre certificados financieros y depósitos a plazo pagada por los bancos ha caído a un promedio de 6.3%, por debajo de la devaluación del peso de los últimos 12 meses. Aunque muchos depositantes posiblemente no conocen el trabajo “Un modelo de determinación del tipo de cambio bajo sustitución de monedas y expectativas racionales” de Calvo y Rodríguez, publicado en el JPE en 1977, han optado por sustituir sus depósitos en pesos en el país por depósitos en dólares dentro o fuera del país, el comportamiento predicho hace casi 50 años por Calvo-Rodríguez.

La tasa promedio sobre préstamos no ha bajado todo lo que se esperaba, situándose en 13.5%. El cambio intermitente de la pose monetaria del BCRD, en un momento expansiva para estimular el lento crecimiento económico y semanas después restrictiva para contener una

depreciación “excesiva” del peso, podría haber llevado a los bancos a adoptar una política de elasticidad a la baja de las tasas pasivas e inelasticidad a la baja de las activas. La oscilación de la política monetaria del BCRD entre restrictiva y expansiva al margen de cualquier regla imaginable, el “fear of floating” y la adicción al uso de la tasa de cambio como anclaje de la inflación en una economía que posiblemente ha visto reducir la magnitud del “pass-through” de la devaluación a la inflación, han impedido que las tasas de interés sobre préstamos bajen lo necesario para reactivar la economía y fomentado niveles de volatilidad exagerados en las tasas reales que enfrentan los tomadores de préstamos.

El sector construcción ha sido uno de los principales damnificados del mix conformado por el uso de la tasa de cambio como ancla de la inflación y la colocación de deuda del BCRD para neutralizar el aumento de reservas alimentado por el endeudamiento público externo. En los últimos cuatro años, el sector construcción ha crecido a una tasa anualizada de solo 0.7% y, en lo que va de este año, ha registrado una caída de 2.0%. De una participación en el PIB de 14.1% en 2022, actualmente aporta el 12.8%. Con el turismo creciendo a un ritmo tres veces más bajo que en 2024, nadie debe sorprenderse de que el crecimiento de la economía dominicana haya sido este año el más bajo de la región, superando solo a México. La necesidad del BCRD de colocar deuda interna a tasas relativamente altas pone un piso a la tasa de los préstamos hipotecarios de la banca. Entre prestar dinero para la compra de viviendas a tasas de interés lo suficientemente altas (11.70% en los últimos 4 años) como para fomentar el incumplimiento de los hogares, y realizar operaciones de tesorería colocando la liquidez en títulos de deuda libre de riesgos del BCRD que pagan más (12.44%), los bancos podrían sentir la sensación de hacerse cada vez más bancos de tesorería (inversión) y menos bancos comerciales. La posibilidad de incumplimiento en los préstamos a la vivienda no sólo aumenta cuando las tasas de interés para la compra de viviendas son elevadas. Aumenta también con la volatilidad de las tasas reales que provoca la política monetaria y cambiaria del BCRD. Los aumentos súbitos de las tasas reales provocan devoluciones de las viviendas efímeramente poseídas por hogares que tomaron un préstamo al 9% y ahora enfrentan una tasa de 13% o 14%. Esa volatilidad, casi cuatro veces mayor que la que enfrentan los hogares chilenos que han comprado viviendas con financiamiento de los bancos a 30 años, a una tasa real promedio de 4% anual, es un claro reflejo de que la posesión de una vivienda por parte de la mayoría de los hogares dominicanos, no constituye uno de los objetivos de nuestras políticas públicas. La posesión de un vehículo de motor, sin lugar a dudas, sí parece serlo. ●

Los artículos de Andrés Dauhajre hijo en elCaribe pueden leerse en www.lafundacion.do.