

## DINERO

# Precios mentirosos y tasa de cambio



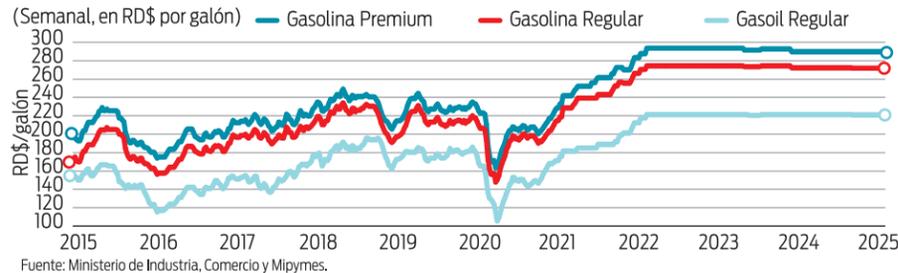
**ANDRÉS DAUHAJRE HIJO**  
Fundación Economía y Desarrollo, Inc.

**E**n estos días en que se ha estado analizando “el problema del dólar” conviene desempolvar textos fundamentales que explican la dinámica de tasas de cambio en países donde existe movilidad de capital y los agentes económicos forman sus expectativas haciendo uso de la mayor cantidad de información disponible. Revisar, por ejemplo, el famoso artículo “Expectations and Exchange Rate Dynamics” (JPE, December, 1976) del economista alemán Rudiger Dornbusch, nos parece oportuno para auscultar qué podría haber estado sucediendo en el país con la tasa de cambio.

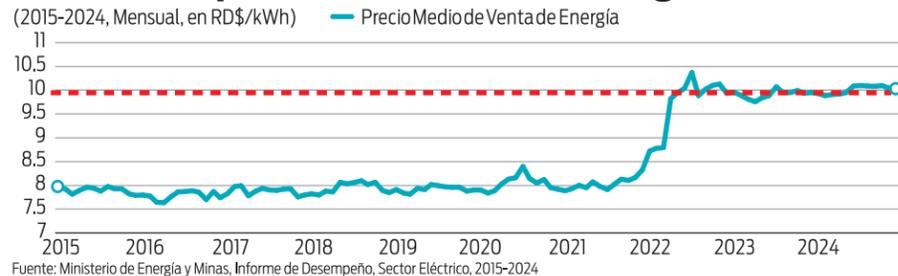
Su famoso modelo de “overshooting” de la tasa de cambio postula que un aumento inesperado de la oferta monetaria, sea este provocado por un aumento del crédito o por la no renovación de vencimientos de deuda del Banco Central (BCRD), producirá un incremento de la oferta monetaria real que inducirá una caída en la tasa de interés doméstica relevante para los inversores de cartera ( $i_d$ ), por debajo de la suma de la tasa de interés internacional ( $i^*$ ) y la tasa de depreciación esperada del peso ( $\dot{\epsilon}$ ). Esto fomentará una salida de capitales y una depreciación del peso. Dornbusch demostró que, en un escenario de perfecta movilidad de capital, la tasa de interés doméstica sólo puede caer por debajo de la sumatoria de la tasa de interés internacional y la tasa de depreciación del peso, si y solo si, los agentes económicos esperan que el peso se apreciará más adelante. Para que esto pueda ocurrir, es necesario que el aumento inicial de la oferta monetaria produzca un sobreajuste de la tasa de cambio (sobre-depreciación del peso), lo que se conoce en la literatura como “overshooting” de la tasa de cambio. En otras palabras, que la tasa de cambio suba transitoriamente por encima de su nuevo nivel de equilibrio.

En un modelo donde existen tanto bienes domésticos y bienes importados, la depreciación del peso irá provocando un alza en el índice de precios al consumidor (IPC), el cual se construye a partir de una canasta de bienes y servicios domésticos e importados. En la medida en que los precios internos comiencen a subir, el exceso de los balances monetarios rea-

## Evolución de los Precios de los Combustibles



## Evolución del precio medio de venta de energía de las EDE



Infografía: José M. Medrano

les (oferta monetaria real) sobre la demanda real de dinero irá reduciéndose, lo que provocará un aumento en la tasa de interés doméstica hasta que esta se iguale de nuevo a la suma de la tasa de interés internacional y la tasa de depreciación esperada del peso. La velocidad con que se vayan ajustando los precios internos es importante. Mientras mayor sea la velocidad, más rápido desaparecerá el exceso de balances monetarios reales (oferta monetaria real) y menos tiempo tomará la restauración de la identidad  $i_d = i^* + \dot{\epsilon}$ . Adicionalmente, más rápido bajará la tasa de cambio desde su nivel sobre-ajustado (“overshot”) al nuevo nivel de equilibrio.

Los modelos de dinámica de tasas de cambio, sin embargo, no incorporan el costo político que enfrentan los gobiernos cuando permiten que la depreciación del peso sea traspasada rápidamente a los precios de los bienes y servicios domésticos e importados impactados por el aumento inicial de la liquidez monetaria ejecutado por el BCRD. Lamentablemente, no es posible consumir opio, disfrutar los efectos iniciales de felicidad y euforia que produce su consumo y evadir las repercusiones perjudiciales que le seguirán. Eso es lo que pasa cuando se cree que es posible engañar a los mercados y a los agentes económicos emitiendo dinero, quizás soñando con una supuesta “no neutralidad” del dinero, para estimular el crecimiento de la economía. Por más restricciones, controles, trabas, barreras y operaciones típicas de cirujanos monetarios que se adopten, más temprano que tarde termina verificándose, una vez más, la neutralidad del dinero: si expandimos la oferta monetaria más allá del nivel demandado por los agentes económicos, el único resultado que obtendremos será el aumento de la tasa de cambio y los precios.

En muchos países, los bancos centrales y los gobiernos piensan que saben más o son más inteligentes que el mercado y los agentes económicos. Se sienten dotados de licencia para otorgar un sabático a la neutralidad del dinero. Emita usted que yo me encargo de controlar los precios. Eso, lamentablemente, es lo que ha sucedido en el país. La velocidad de ajuste de los precios internos ha sido diezmada por la política oficial de congelar precios de bienes y servicios que tienen un impacto directo e indirecto en el IPC. Dos de los precios seleccionados por la autoridad controladora han sido los de los combustibles y la electricidad.

Los precios de los combustibles, en pesos por galón, se han mantenido fijos desde marzo de 2022, es decir, durante tres años, a pesar de que durante ese período el peso se ha depreciado con relación al dólar en 14.3%. El precio de venta promedio de electricidad facturado por las EDE, denominado en pesos por kWh, se ha reducido en 3.2% entre julio de 2022 y marzo de 2025, aun cuando durante ese período el peso se ha depreciado en 15.1%. ¿Qué ha provocado esta medida de evasión de costo político? Que el IPC que calcula el BCRD está siendo empujado hacia la inmovilidad. Al no ajustarse el IPC como se requeriría para reconocer el impacto de las políticas monetarias expansivas sobre la tasa de cambio, el exceso de balances monetarios reales (oferta monetaria real) sobre la demanda real de dinero no se ha eliminado. No es por casualidad entonces que la tasa de interés doméstica ( $i_d$ ) se mantiene todavía por debajo de  $i^* + \dot{\epsilon}$ . Mientras mantengamos la ruptura de esa identidad ( $i_d < i^* + \dot{\epsilon}$ ), el modelo predice que las presiones sobre la tasa de cambio continuarán. Eso quizás explica el porqué el “overshooting” que ha exhibido la tasa de

cambio durante los primeros tres meses de 2025 (medido como el distanciamiento hacia arriba en relación a la tendencia) no se redujo como se esperaba.

Para nadie es un secreto que el mantenimiento de los controles de precios de los combustibles y la electricidad, entre otros precios controlados, está impactando negativamente las cuentas fiscales. Por un lado, reduce los ingresos de los impuestos sobre los combustibles efectivamente cobrados y los ingresos de las EDE por ventas de electricidad, obligando a Hacienda a canalizar mayores transferencias corrientes para cubrir el creciente déficit de las EDE. La solicitud de adelantos de impuestos a grandes empresas contribuyentes, como se ha hecho muchas veces en el pasado, podría estar al doblar de la esquina. Claro, los controles de precios permiten al BCRD presentar un IPC más bajo que el tendríamos si los precios en pesos de los combustibles y la electricidad reflejasen el “pass-through” completo de la depreciación del peso frente al dólar. Como se puede advertir, los precios mentirosos de los combustibles y la electricidad, posibilitados por el desahorro fiscal financiado con endeudamiento externo, han allanado el camino de regreso de la tasa de inflación a su meta. No nos engañemos. Esa inflación, el nutrirse de precios mentirosos, también termina resultando ser una inflación mentirosa. No es que el BCRD manipule o mienta sobre la tasa de inflación. Lo que estamos señalando es que, si los precios de los combustibles y la electricidad reflejaran fielmente la realidad cambiaría del país, l y el IPC y la inflación serían mayores. Con un IPC más elevado, al BCRD se le facilitaría el objetivo de estabilidad de la tasa de cambio pues un mayor IPC contribuiría a licuar el exceso de balance monetarios reales que originó esta depreciación del peso que tanta preocupación ha generado en la clase política, empresarial y asalariada del país. Si se opta por mantener los precios mentirosos, el BCRD deberá reducir el exceso de balances monetarios reales recogiendo una parte de la liquidez nominal que inyectó en 2024 para estimular el crecimiento económico. El BCRD lo ha estado haciendo, lo que permitirá que el “overshooting” desaparezca y la tasa converja a su nuevo nivel de equilibrio nominal para abril de 2025, que estimamos en RD\$62.50 ± 0.05 por dólar. Si el BCRD convence al mercado de que la restricción de la liquidez es lo que va, la identidad  $i_d = i^* + \dot{\epsilon}$  se restaurará. Medidas regulatorias que persiguen reducir la demanda de dólares y/o el grado de movilidad del capital como el establecimiento de topes a los préstamos en dólares de las entidades financieras a los no generadores de divisas son contraproducentes e innecesarias. Medidas de tipo envían señales de temor de parte de las autoridades monetarias incompatibles con la credibilidad acumulada que, hasta ahora, estas han exhibido. ●

Los artículos de Andrés Dauhajre hijo en [elCaribe](http://elCaribe.com) pueden leerse en [www.lafundacion.do](http://www.lafundacion.do).