

**EVALUACION
DE LA POLITICA
MONETARIA Y CAMBIARIA
(Agosto 1978-1979)**

BERNARDO VEGA

Antes de evaluar los resultados de la política monetaria y cambiaria de los últimos 12 meses, consideramos útil incluir algunos comentarios sobre cuáles deben ser los objetivos de la política monetaria y cambiaria, con el fin de apreciar mejor los resultados de la misma.

En términos generales, el objetivo primordial de la política monetaria y cambiaria de un país debe ser el mantenimiento de la estabilidad interna y externa de su moneda, lo que equivale a decir, evitar la inflación así como también los grandes déficits (y superávits) de balanza de pagos. Lo segundo implica que la tasa de cambio de la moneda nacional debe ser tal, que logre mantener la balanza de pagos en equilibrio, con una moneda totalmente convertible.

Un segundo objetivo de la política es el de auspiciar el crecimiento de la economía, dotándole de la liquidez necesaria para el máximo aprovechamiento de sus recursos, acomodando al ritmo de las actividades productivas los medios de pago y la política de crédito.

Esta enumeración de objetivos no sólo concuerda con los planteamientos generales de la teoría monetaria, sino que es una cita casi textual del artículo 4 de la Ley Orgánica de nuestro Banco Central donde se enuncian los objetivos del mismo.

Desde 1964, no existe en el país la libre convertibilidad de nuestra moneda. Sin embargo, desde 1967, se ha semi-oficializado un doble tipo de cambio, vía los pagos con los llamados "dólares propios", que establece una prima fluctuante sobre la tasa oficial, lo que permite "convertir" la moneda nacional en moneda extranjera, en aquellos gastos para los cuales no hay convertibilidad oficial.

En cuanto a la estabilidad interna se refiere, desde 1973 el país sufre una fuerte inflación, en la cual han influido por igual factores externos e internos. Los superávits de balanza de pagos de 1974 y 1975, por otro lado, fueron seguidos por déficits de importancia a partir de 1976.

Veamos cómo, en los últimos 12 meses, la política monetaria y cambiaria ha podido hacer frente a la consecución de estos objetivos.

Nuestra economía ha crecido, desde agosto de 1978, a un ritmo anual de alrededor de cinco por ciento, ritmo superior al de los últimos años y satisfactorio a la luz de la difícil situación internacional que ha reducido el crecimiento de la economía mundial.

El costo de la vida ha crecido alrededor de un cinco por ciento, cifra también aceptable e inferior a la de la mayoría de los países industrializados e inferior también a la cifra dominicana de años recientes. Hay que admitir, sin embargo, que el buen régimen de lluvias ha sido un factor muy importante en la reducción del costo de la vida. En tercer lugar, tenemos el sector externo, que es donde no ha habido progreso, dada la coexistencia de altos precios del petróleo y bajos precios del azúcar. Para enfrentar esta situación se ha apelado a un conjunto de medidas:

- 1) Establecimiento de un tope a la expansión de crédito del Banco Central. (Esto no se hacía desde 1964).
- 2) Prohibición de importaciones. (No se hacía desde 1962).
- 3) Traspaso adicional de importaciones al mercado de las divisas propias.
- 4) Endeudamiento externo con bancos comerciales.

El endeudamiento masivo del Gobierno Central con bancos comerciales, para fines de enfrentar problemas de balanza de pagos se vuelve a utilizar, después de haber sido abandonado desde 1964.

Como se ve, para afrontar el problema externo se apela a una combinación

de austeridad monetaria, prohibiciones directas y endeudamiento, tres mecanismos clásicos. La evaluación de nuestra reciente política monetaria se centra realmente en ver hasta dónde ha sido apropiada la combinación o mezcla de estos tres mecanismos, o si, más bien, debió haberse puesto mayor énfasis en alguno de ellos y menos en otros.

EL TOPE DE CREDITO

El fuerte déficit cambiario de los últimos 12 meses, sin medidas compensatorias por parte del Banco Central, hubiera provocado una muy violenta y nociva declinación en los medios de pago.

El Banco Central ha tomado la iniciativa de emitir dinero con el fin de contrarrestar el escape provocado por el déficit externo. El resultado ha sido que el medio circulante en los últimos 10 meses ha crecido tan sólo un 1.8 por ciento, mientras que el financiamiento interno del Banco Central creció un 25.2 por ciento. ¿Hasta dónde ha sido adecuado el crecimiento de 1.8 por ciento en el medio circulante? La alta tasa de crecimiento del PNB tiende a justificar esta tasa. Además, el coeficiente de liquidez de nuestra economía se mantuvo entre un 12 y un 13.5 por ciento en los años de mayor crecimiento de nuestra economía (1970-1973) para luego subir a un peligroso 18 o 20 por ciento en 1975, 1977 y 1978 (años de lento crecimiento), por lo que es dable pensar que una reducción en dicho coeficiente en 1979 no perjudica el crecimiento de nuestra economía. Aun cuando la difícil situación externa tal vez aconsejara un menor crecimiento del financiamiento interno del Banco Central, un mayor constreñimiento en los medios de pago, en un período tan corto e inmediatamente después de unas elecciones, no parecía aconsejable. Esta sana política ha permitido que el valor de las importaciones crezca a un ritmo de un nueve por ciento anual, ritmo equivalente a la inflación importada; por lo que, en términos reales, probablemente no han crecido.

LA PROHIBICION DE IMPORTACIONES

Razones fiscales y políticas no habían hecho posible la prohibición absoluta de importaciones, desde 1962. La utilización de este mecanismo, en 1979, fue muy apropiada (aun cuando se realizó en pequeña escala). Si la situación de la balanza de pagos continúa deteriorándose por factores externos, en el futuro, ésta es una opción a la cual se debe recurrir más bien que a apelar a un ritmo negativo de crecimiento de los medios de pago o al endeudamiento adicional con fuentes privadas. La economía nacional es demasiado "abierta" y debe aislarse un poco más de los impactos del sector externo, "cerrándola" vía prohibiciones directas.

EL MERCADO PARALELO

La medida más audaz e imaginativa propuesta en el campo monetario en los últimos años es, a nuestro parecer, el proyecto de ley enviado al Congreso por medio del cual se modifica el sistema de las divisas propias para permitir a ciertas exportaciones poder beneficiarse de un tipo de cambio más remunerativo.

El tipo de cambio, junto con los instrumentos de creación de liquidez (redescuentos, compra de valores, encaje legal, etc.), la política de tasas de interés y las prohibiciones de importaciones constituyen los instrumentos esenciales de cualquier política monetaria. El no haber hecho uso abierto de la tasa de cambio como estímulo a las exportaciones ha sido uno de los grandes errores de nuestra política monetaria de los últimos 15 años.

Por otro lado, el traspaso de mercancías adicionales al mercado paralelo no provocó aumentos en la tasa de dicho mercado, al coincidir con una política monetaria que limita la expansión del crédito primario sólo a un nivel que compensa la desmonetización creada por el déficit externo. La tasa del mercado paralelo ha tenido una reducción favorable de unos 5 puntos en el último año. Esto se ha logrado también debido a que, a partir de agosto de 1978, el Banco Central entrega divisas para todas las importaciones de INESPRES y de otros departamentos de la Administración Pública, que antes usaban el mercado paralelo.

ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Lo limitado de las medidas de prohibiciones de importaciones y de restricción del crédito no dejó otra alternativa más que enfrentar el problema externo vía el endeudamiento. La disyuntiva era entre una mayor austeridad o un nuevo endeudamiento y se optó por lo segundo. En nuestra opinión, el préstamo de \$185 millones (que representa sólo un aumento neto de la deuda externa de unos \$90 millones) debe ser el último préstamo grande con bancos comerciales que tome el país por razones de balanza de pagos. En el futuro se deberá apelar más a la austeridad monetaria, a las prohibiciones directas o al financiamiento con organismos internacionales públicos.

RESUMEN

En resumen, se podría decir que la política monetaria ha hecho uso adecuado en los últimos 12 meses de sus instrumentos crediticios, complementados con prohibiciones de importaciones y uso del crédito externo. Por primera

vez también el Gobierno se propone apelar a la tasa de cambio como estímulo a ciertas exportaciones. Esta práctica ha logrado una tasa adecuada de crecimiento del PNB y un control de la inflación, al tiempo que limita el crecimiento del volumen de las importaciones. El déficit de la balanza de pagos sólo se hubiera podido reducir aun más a través de medidas demasiado costosas en términos económicos y políticos.

Esto no quiere decir que no existan lagunas e imperfecciones en la política monetaria actual, algunas de las cuales describimos a continuación:

LA POLITICA DE TASAS DE INTERESES

El nivel de las tasas de interés en el mercado internacional, así como la tasa de inflación interna y externa, no justifican ni los actuales niveles, ni la estructura de las tasas de interés en nuestro mercado. Se está consciente de las limitaciones legales vigentes, pero éstas deben de modificarse para permitir tasas de interés más elevadas, tanto activas como pasivas. La actual tasa de redescuento, inclusive, no es adecuada y se mantiene demasiado estática. La estructura de tasas debe, además, provocar una más adecuada distribución sectorial del crédito.

MERCADO DE VALORES Y DISTRIBUCION DEL CREDITO

No ha habido tampoco progreso en la estructuración de un mercado de valores. Asimismo, en lo que se refiere a la distribución del crédito por sectores, la situación ha empeorado al disminuir proporcionalmente los recursos que van al sector agropecuario, al tiempo que aumenta la proporción que va al sector de la construcción, el comercio y los servicios en general. Tampoco existe una apropiada vinculación entre los objetivos de la política monetaria y los intermediarios financieros.

LA POLITICA FISCAL

En una economía sin mercado de valores, como la nuestra, no puede existir una apropiada política monetaria, coexistencia con un déficit del sector público que obligue a la emisión inorgánica de recursos financieros, a pesar de una difícil situación de balanza de pagos. Uno de los problemas que podemos prever está dado por las perspectivas de un déficit global del sector público (sobre todo el Gobierno Central, la CDE y el CEA) que requiera ser financiado con emisión monetaria. De ahí la necesidad, también justificada por razones de reducción del volumen de la inversión pública, de aumentar los ingresos fiscales.

Finalmente, debe comprenderse que la política monetaria no actúa dentro de un vacío sino que es parte integral de una política económica nacional. En la medida en que no guarde relación con la misma y no reciba el apoyo de las políticas de crecimiento, su efectividad será muy limitada. De ahí la importancia de enfrentar el problema externo mediante una agresiva política de promoción de exportaciones y de uso de insumos nacionales en nuestra industrialización.