

Banco Central de la República Dominicana



Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en un Esquema de Metas de Inflación: *El caso de la República Dominicana*

Septiembre 2015

Joel González

Departamento de Programación Monetaria
y Estudios Económicos



Contenido

- I. Diseño e Implementación de la Política Monetaria en RD
- II. Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria
- III. Instrumentación de la Política Monetaria
- IV. Desempeño Macroeconómico Reciente
- V. Retos Pendientes



I. Diseño e Implementación de Política Monetaria en RD



Las Metas Cambiarias y Monetarias caracterizaron la Política Monetaria de RD hasta hace unos años...

1947-1983

- **Política Monetaria y Metas Cambiarias:**
- Tasas de Interés Administradas
- Tipo de Cambio Fijo y mercados múltiples

1984-1990

- **Metas Cambiarias en la Década Pérdida:**
- Tasas de Interés Administradas
- Intentos Unificación Cambiaria

1991-2002

- **Liberalización Mercado Financiero:**
- Liberalización de Tasas de Interés
- Tipo de Cambio como ancla nominal

2003-2004

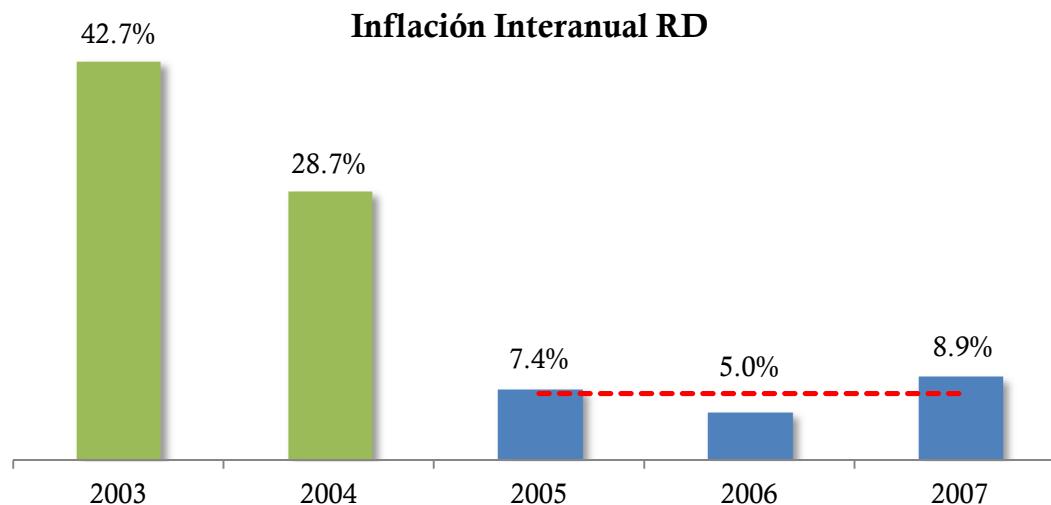
- **Política Monetaria Durante la Crisis:**
- Fuerte expansión monetaria
- Alta volatilidad e incertidumbre cambiaria

2005-2011

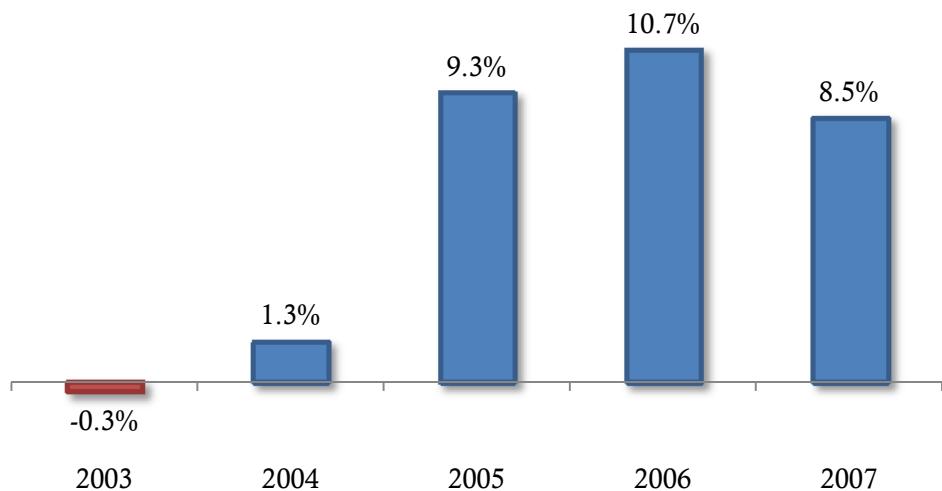
- **Política Monetaria Post-Crisis:**
- Metas Monetarias y señales de tasas de interés
- Flotación Administrada del Tipo de Cambio



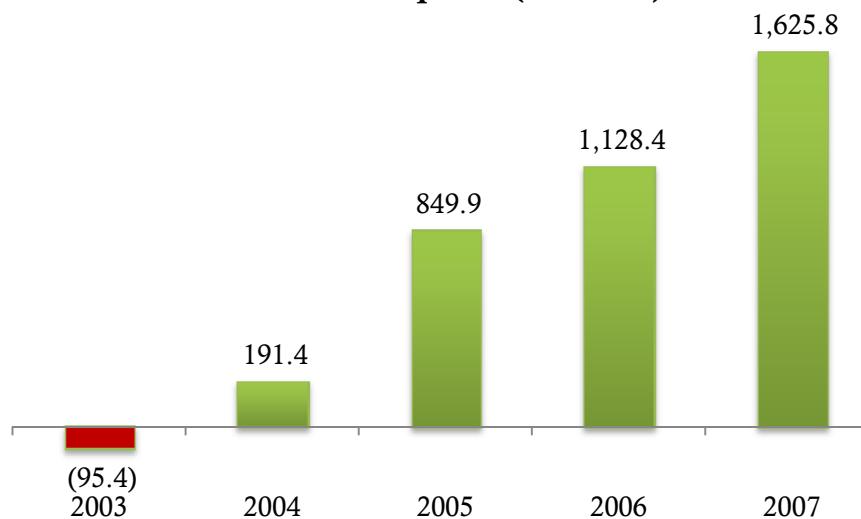
Las Metas Monetarias fueron exitosas en el manejo Post-Crisis Financiera doméstica...



Crecimiento PIB



RIN Líquidas (US\$MM)

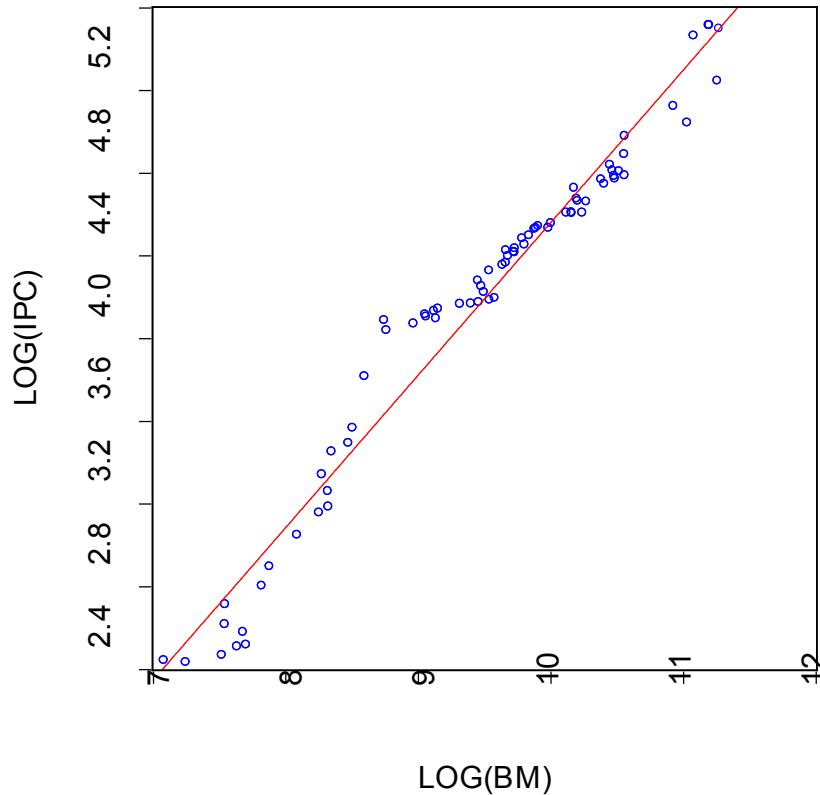




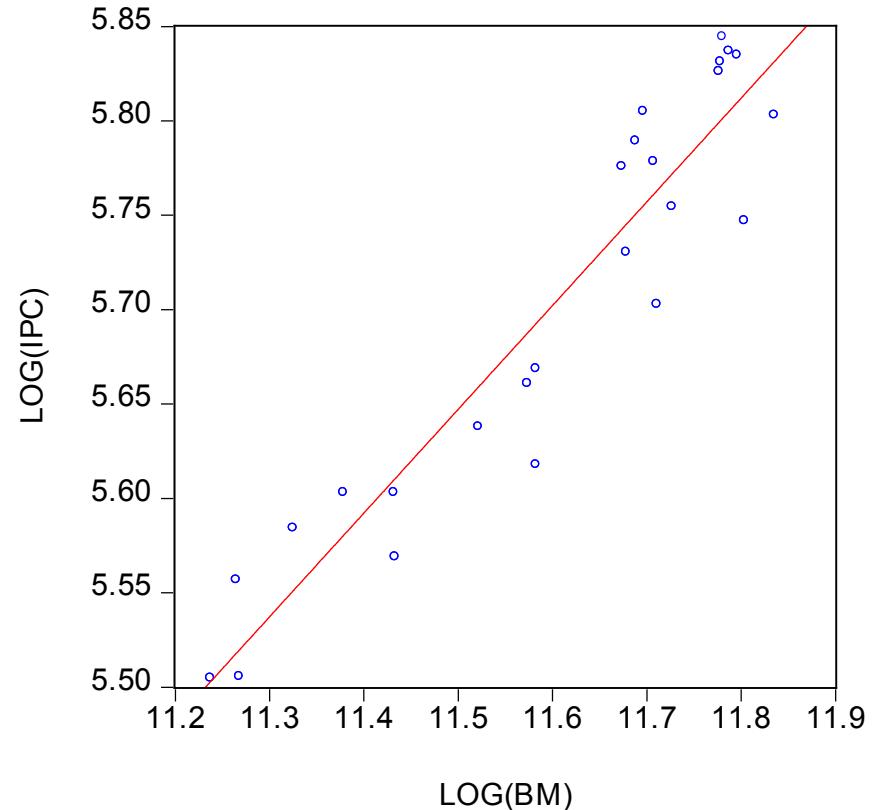
...¿Por qué cambiar?...

Se deteriora la relación entre Dinero e Inflación

1986-2004



2005-2011



“Nosotros no hemos abandonado los agregados monetarios; ellos nos han abandonado a nosotros”¹ John Crow, Ex-Gobernador del Banco Central de Canadá



En 2012 se implementa formal mente el Esquema de Metas de Inflación (EMI) ...

A. Metas (Variación Interanual de IPC):

2012: $5.5 \pm 1\%$, 2013: $5.0 \pm 1\%$, 2014: $4.5 \pm 1\%$, 2015: $4.0 \pm 1\%$

B. TPM → Tasa de Referencia para las Operaciones a 1 día.

C. Programa Monetario Complementario: Agregados Monetarios como variables indicativas para la toma de decisiones.

D. Reunión Mensual de Política y Comunicado.

E. Publicación semestral del Informe de Política Monetaria.

F. Uso más intensivo de Modelos de Pronósticos.



Avances en la Operatividad e Implementación de la Política Monetaria:

Operatividad:

- Definición de Tasa de Política Monetaria
- Reuniones Mensuales de Política Monetaria
- Uso de instrumentos indirectos de política monetaria

Política de Comunicación:

- Publicación de Comunicado de Política Monetaria
- Estrategia de Implementación de Esquema de Metas de Inflación
- Informe de Política Monetaria

Modelización e Investigación:

- Fortalecimiento de los Sistemas de Pronósticos
- Seguimiento a las Expectativas del Mercado
- **Estudios de los Canales de Transmisión de la PM**

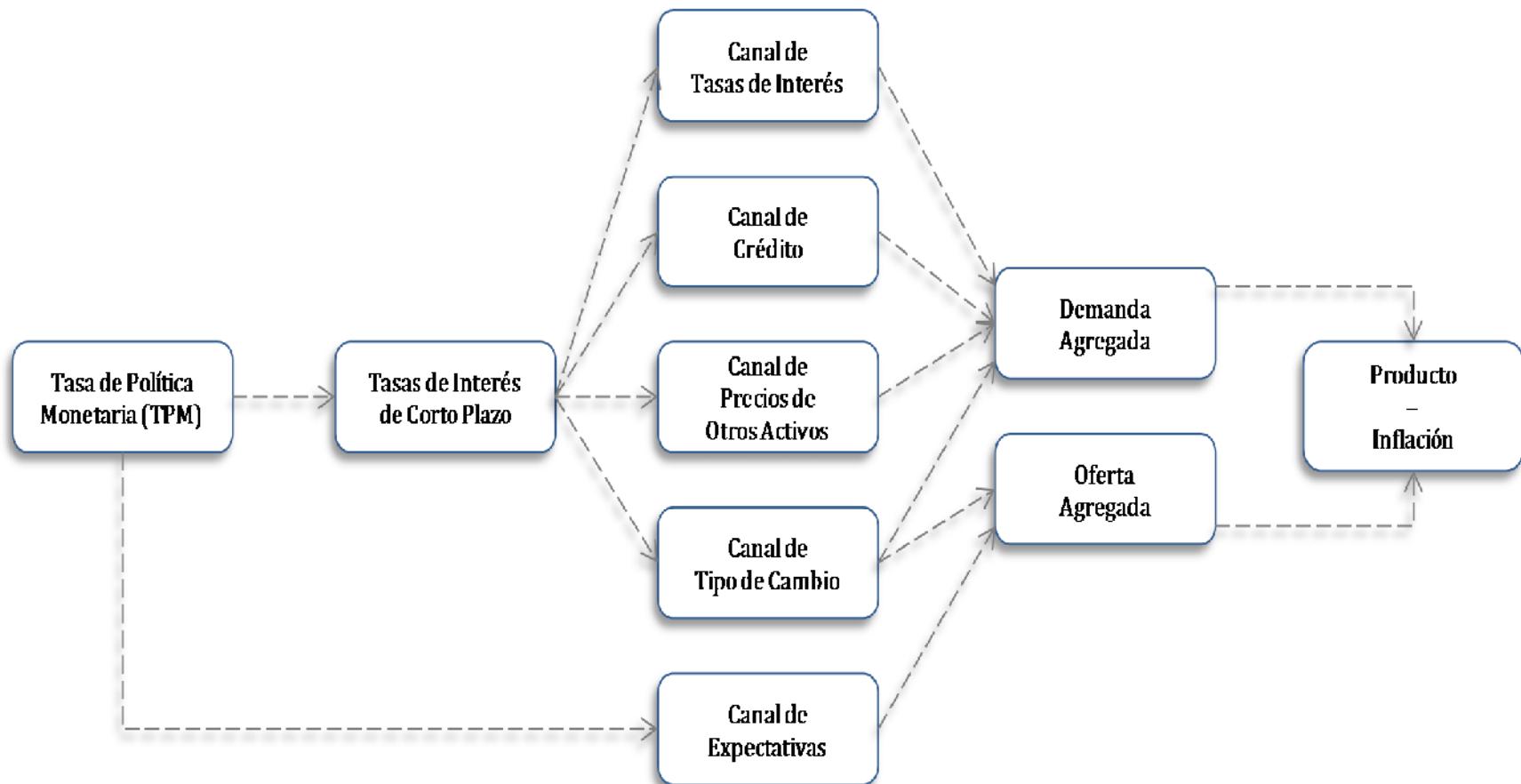


II. Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en RD



Mecanismos de Transmisión en un Esquema de Metas de Inflación

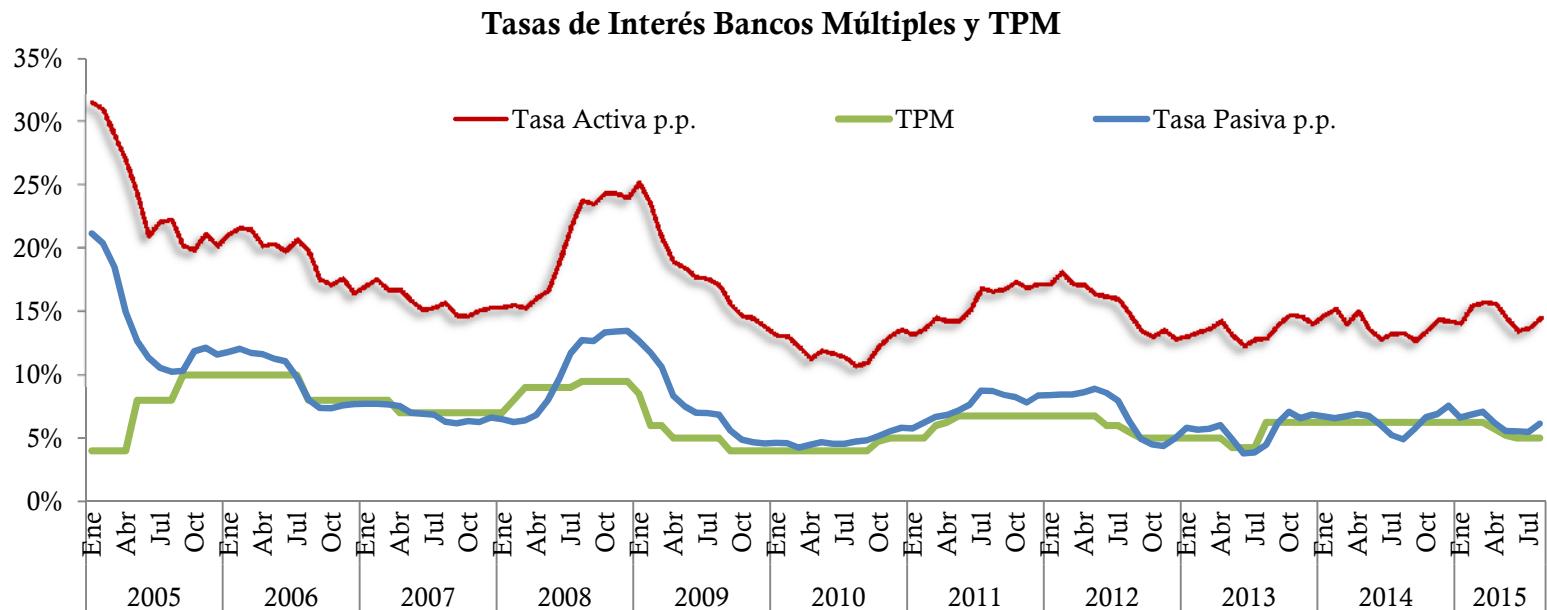
Mecanismos de Transmisión: Tasa de Política Monetaria y Canales





1. Canal de Tasas de Interés

- Mecanismo de **transmisión más tradicional e importante para RD**. Se ha vuelto más funcional desde el año 2005 (Andújar 2007).
- La evidencia señala que el **traspaso más que completo de la TPM hacia las tasas de interés de mercado**, con una velocidad de ajuste entre 2-3 trimestres (Andújar 2007, González 2010).
- **Adicionalmente el traspaso es asimétrico**, siendo mayor para la tasa activa y para los bancos grandes (Michel y Díaz 2015).

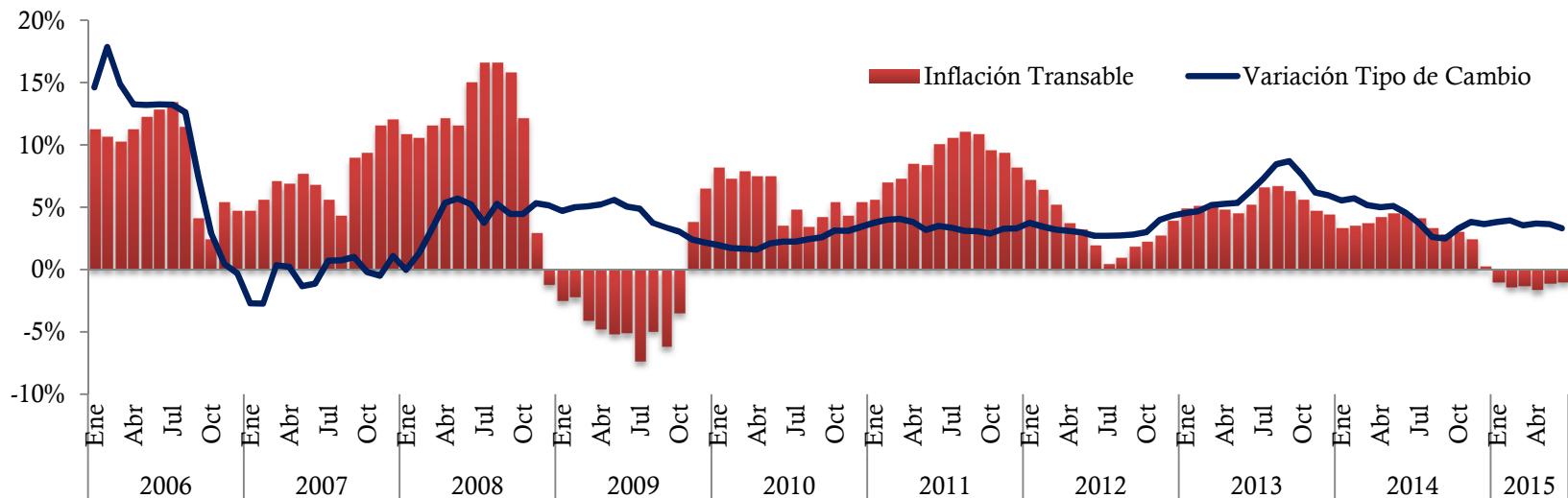




2. Canal del Tipo de Cambio

- Rol amplificador del mecanismo tradicional de tasas de interés, impactando la Demanda Agregada a través de **las Exportaciones Netas y los precios de bienes e insumos importados** (coeficiente de traspaso o «*pass-through*»).
- La evidencia **para RD señala un traspaso importante a la inflación** de las variaciones del tipo de cambio en el corto y en el mediano plazo (cercano a 80%, Williams y Adejeji 2003, Hernández 2006, Fuentes y Mejía 2007).
- **Traspaso de tipo de cambio es asimétrico por quintiles de ingreso**, afectando de forma mayor a más ricos en el CP y a los más pobres en el LP (Fuentes y Alemany 2009).

Inflación Transables y Variación de Tipo de Cambio





3. Canal del Crédito

- (1) *Canal de préstamos bancarios*: capacidad de la política monetaria de afectar las reservas bancarias y la oferta de fondos del sistema financiero.
- (2) *Canal de hojas de balance*, ajustes de política monetaria afectan el valor de mercado de las empresas y el problema de selección para las entidades financieras.
- La evidencia **para RD señala que la PM afecta de forma importante a la oferta de crédito**, particularmente a través de la liquidez bancaria (Santana 2004, Bencosme 2005).
- Adicionalmente se observa un impacto asimétrico en el canal del crédito, **con mayor intensidad en los bancos pequeños** (Santana 2004).
- Así mismo el canal del crédito parece **ser mayor en los préstamos al Consumo** (Bencosme 2005) y **en los préstamos al sector privado** (Pascual 2013).
- La dinámica del **crédito privado está restringido por factores de oferta** y no por factores de demanda (Ramírez 2012).
- Para un mayor seguimiento sobre este canal el BCRD lleva a cabo desde 2013 una **Encuesta Trimestral de Condiciones Crediticias** a las principales entidades financieras.

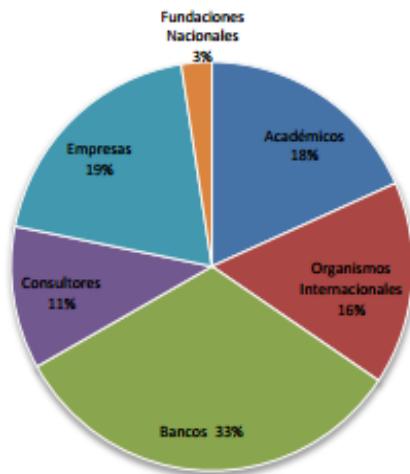




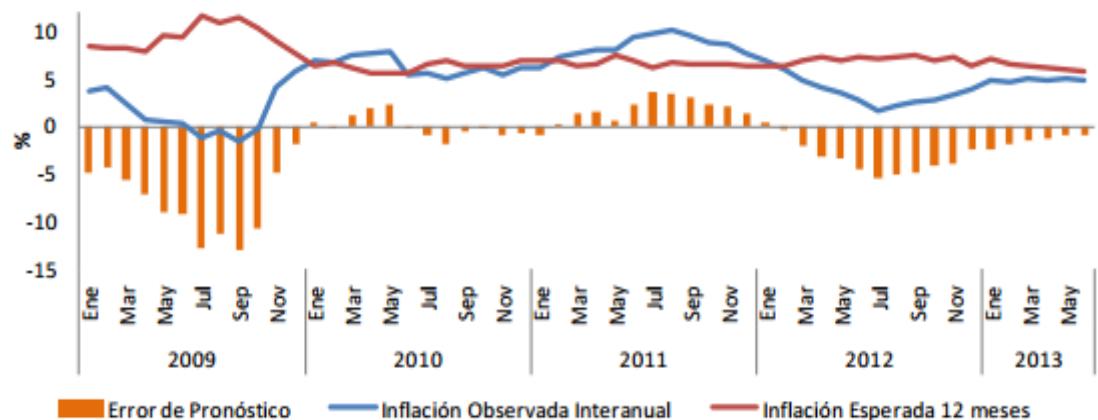
4. Canal de las Expectativas

- Las decisiones de **política monetaria influyen en las expectativas** de los agentes sobre la inflación y actividad económica.
- Política **comunicacional, transparencia y credibilidad** son fundamentales en la formación de expectativas.
- En RD, las expectativas son recogidas por la **Encuesta Mensual de Expectativas Macroeconómicas (EEM)**, realizada a economistas del sector privado y de la academia.
- Jiménez y López (2014) señalan: (1) Un **proceso gradual de aprendizaje** de los agentes y (2) Uso parcial de proyecciones publicadas e información pasada.

Respuestas por Tipo de Encuestado



Inflación Observada y Expectativa

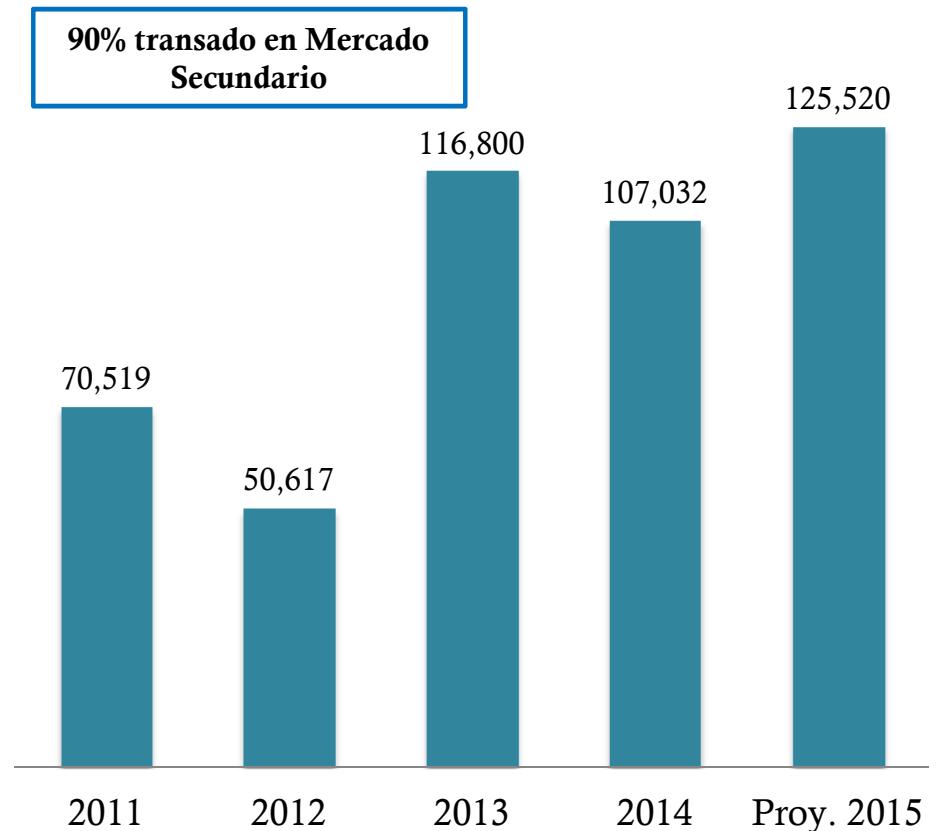




5. Canal de Precio de Otros Activos

- Efecto de la PM sobre precios de otros activos de la economía (bonos, acciones, inmuebles), **produciendo efecto riqueza** que repercute decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos.
- **Para RD este canal de transmisión operaría de forma limitada**, siendo el menos estudiado, influenciado por el incipiente desarrollo del mercado de capitales.
- Sin embargo en los últimos años, ha habido **avances importantes en el mercado de bonos públicos y privados** que ayudarían a fortalecer este canal.

Operaciones de Renta Fija
(En Millones de RD\$)





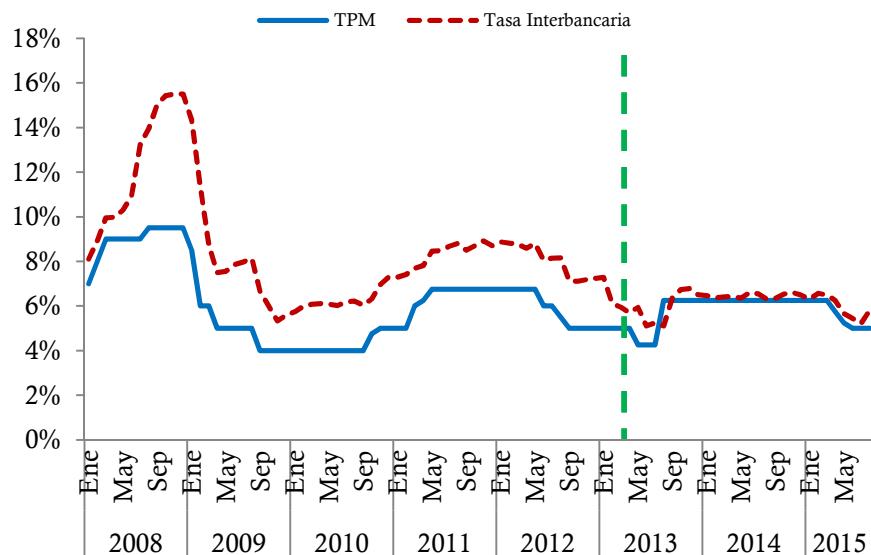
III. Instrumentación de la Política Monetaria en RD



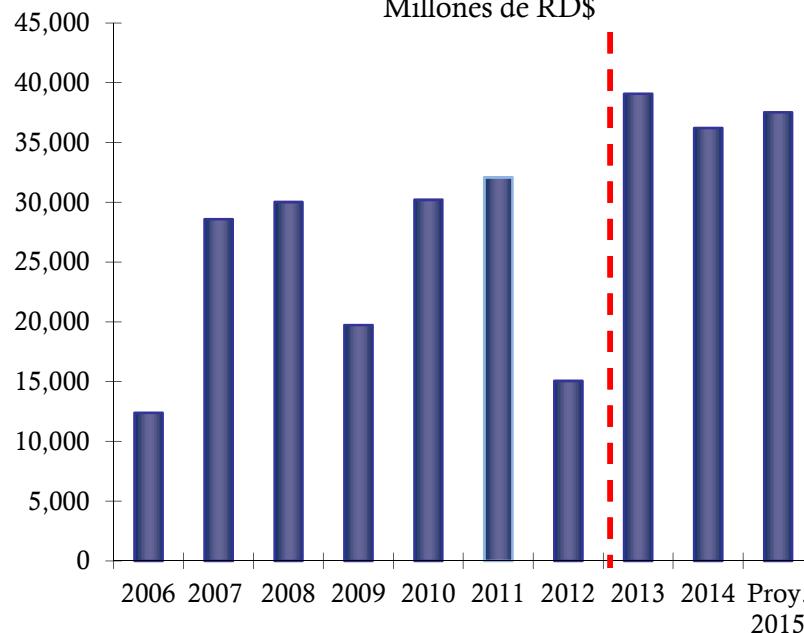
A partir de 2013 se implementa una Gestión activa de Liquidez de Corto Plazo...

- **Tasa de Política Monetaria como referencia** para las operaciones a 1 día plazo.
- **Subastas diarias** de contracción/expansión de liquidez para las entidades financieras.
- Este esquema ha contribuido a una **convergencia de la Tasa Interbancaria a la TPM** y a un aumento en el volumen de operaciones interbancarias.
- Adicionalmente, ha incentivado a un **manejo de tesorería más eficiente** en las entidades financieras.

Tasas de Política Monetaria e Interbancaria



Operaciones Interbancarias
Millones de RD\$





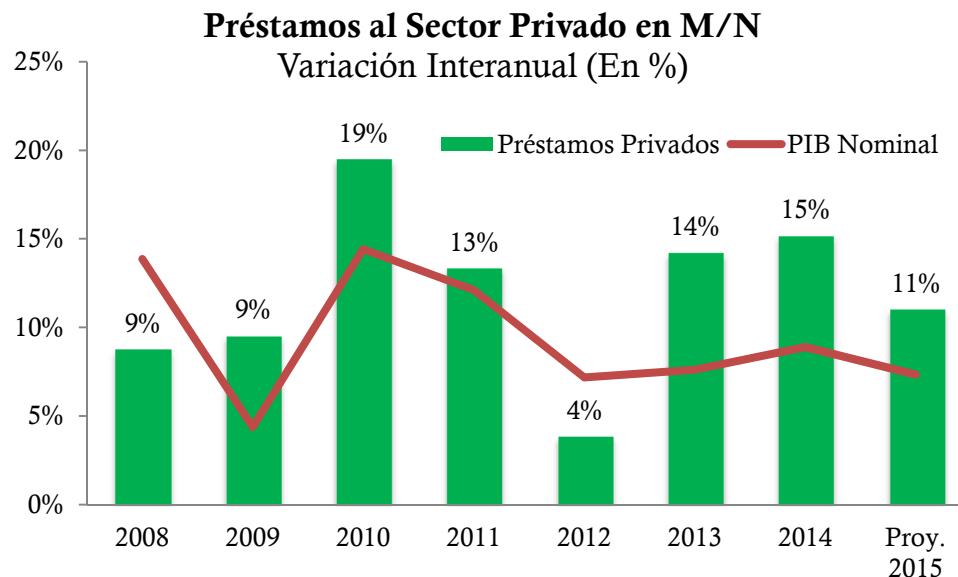
Mientras otros instrumentos refuerzan la postura señalada por la TPM...

Operaciones de Mercado Abierto:

- Letras (Cero Cúpón) a plazos menores de 1 año – Periodicidad Semanal.
- Notas de Renta Fija a plazos entre 1 y 7 años – Sin Periodicidad Fija.

Herramientas No Convencionales:

- Aumento de Reservas Internacionales mediante operaciones “swaps” con títulos.
- Reducción de Encaje Legal para canalización de Préstamos a Sectores Productivos



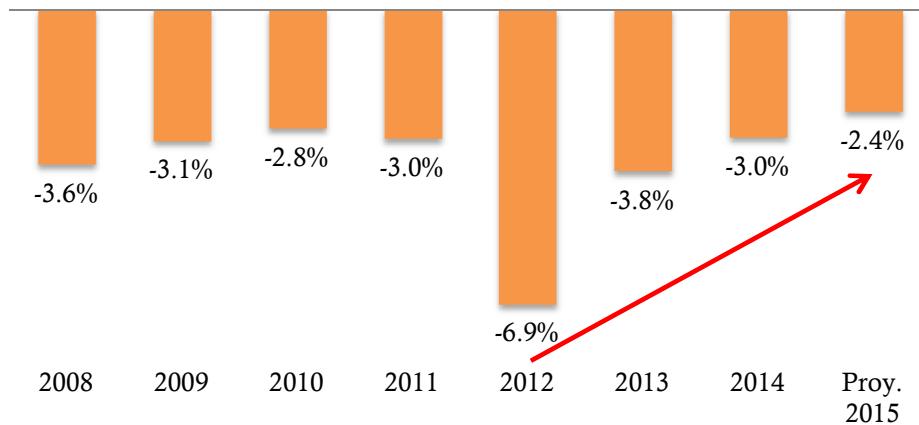


IV. Desempeño Macroeconómico Reciente y Retos Hacia Adelante

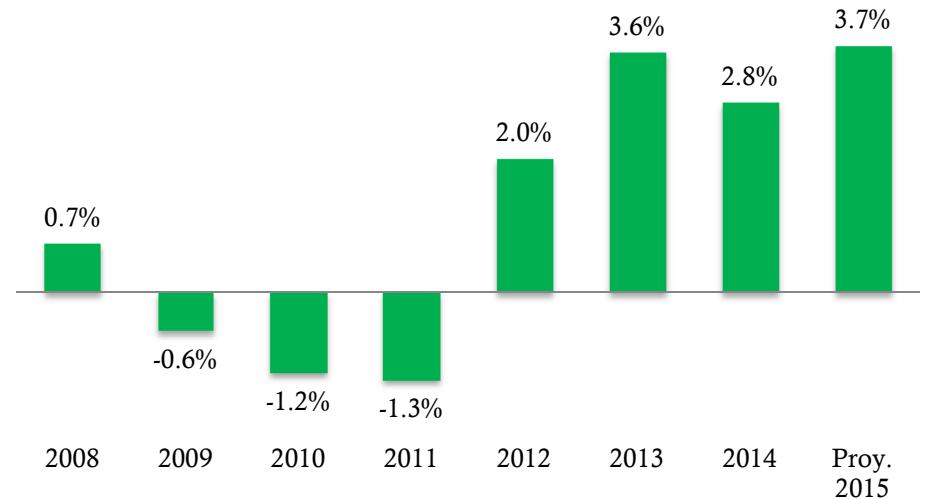


El proceso de consolidación fiscal y la depreciación del TCR han contribuido a la reducción del déficit de Cuenta Corriente...

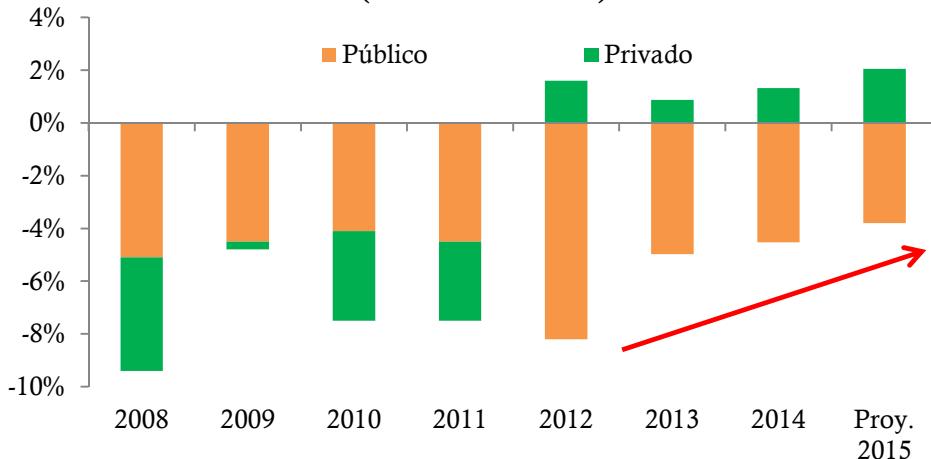
Balance del Sector Público No Financiero
(Como % PIB)



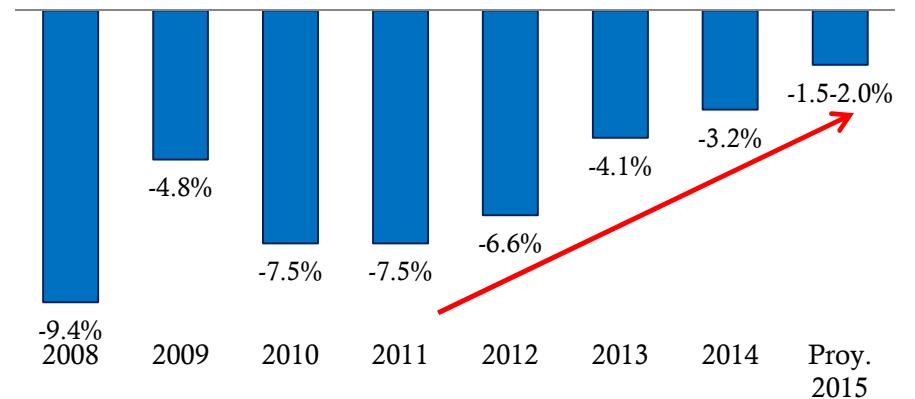
TCR Bilateral con EEUU
Variación Interanual



Balance de Cuenta Corriente por Componente
(Como % del PIB)



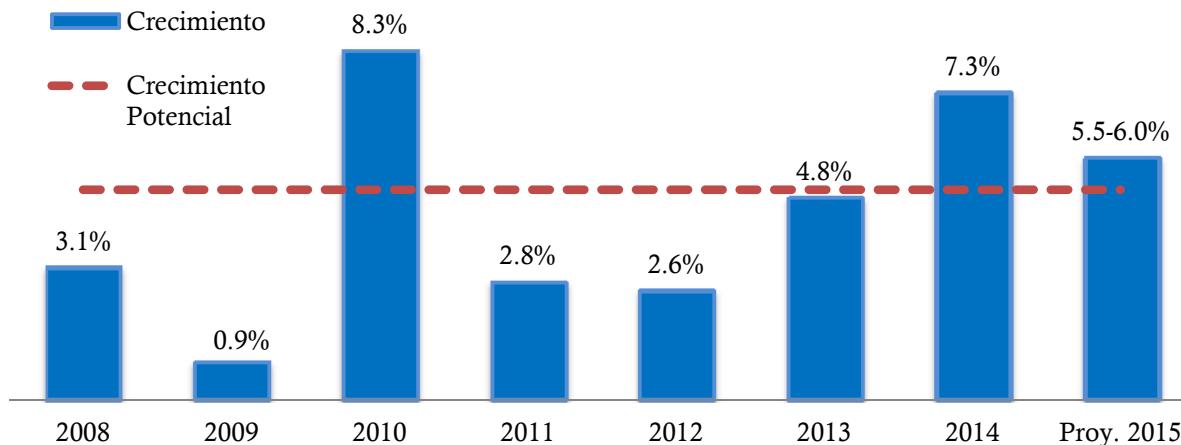
Balance Cuenta Corriente
(Como % PIB)



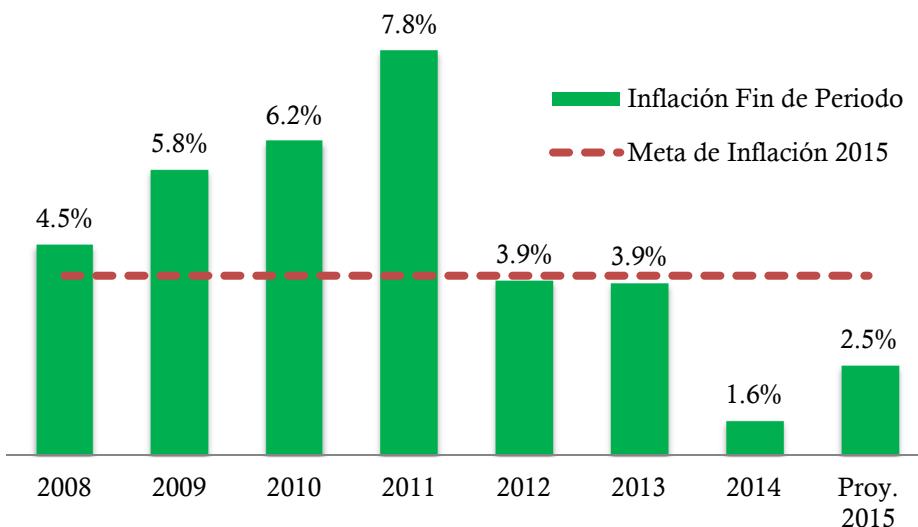


En un contexto de fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos, la inflación se ha mantenido en torno a la meta...

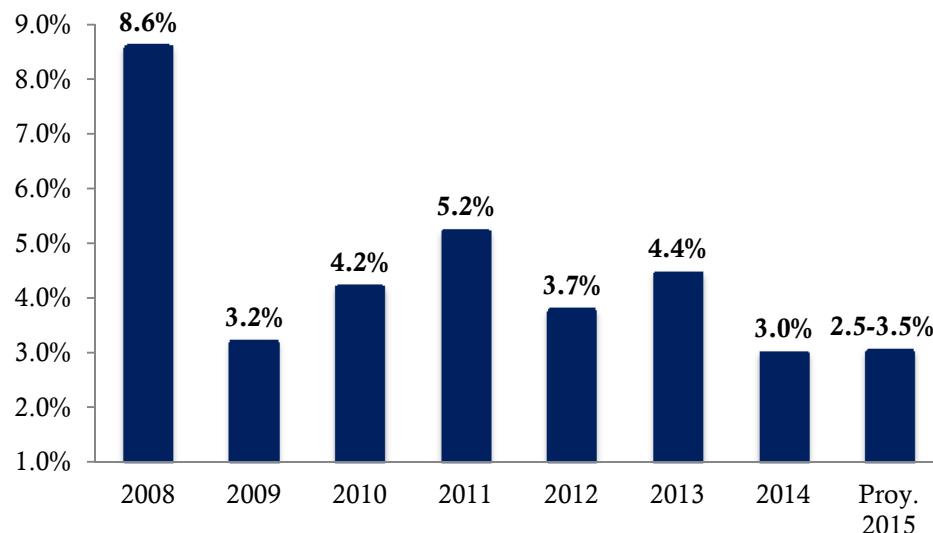
Crecimiento PIB Real



Inflación General



Inflación Subyacente

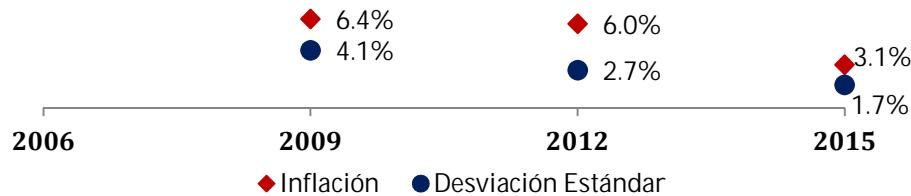




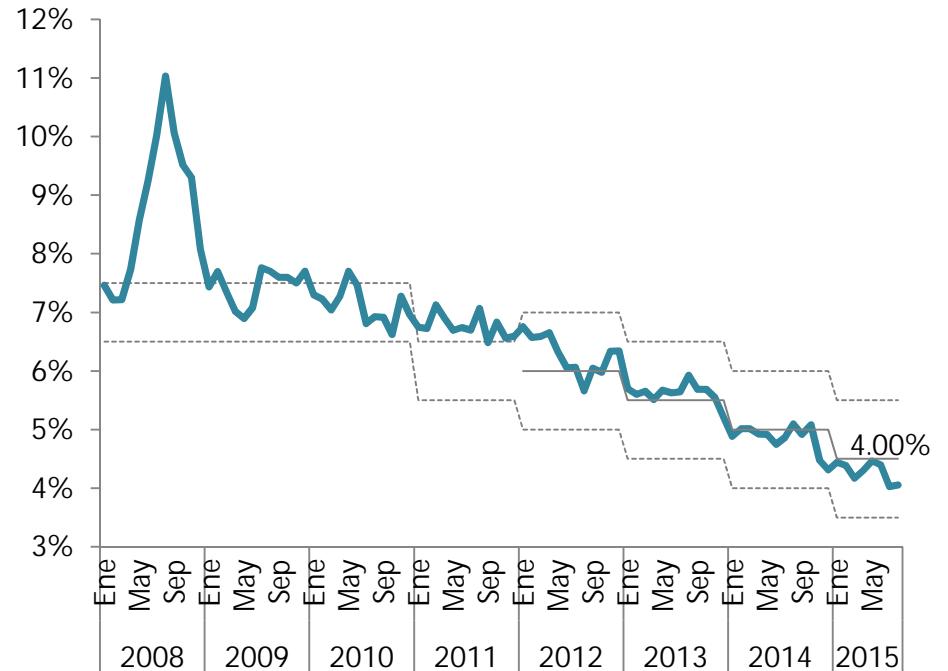
Al tiempo que se ha reducido la volatilidad de la inflación y se han anclado las expectativas...

Inflación Promedio de 36 meses (Agosto de cada año)

- ◆ 25.1%
- 23.0%



Meta de Inflación y Expectativas Variación Interanual (En %)





Conclusiones y Retos hacia delante

- El proceso de implementación de **EMI ha contribuido a la estabilidad de precios** y a anclar las expectativas de los agentes económicos.
- El EMI ha propiciado una **mejora en la instrumentación de la PM**, la política comunicacional del BCRD y el sistema de modelos macroeconómicos.
- El principal **canal de transmisión de la PM es el de tasa de interés**, mientras el del tipo de cambio y crédito siguen siendo determinantes.
- **El proceso gradual de cambio de ancla nominal**: de Tipo de Cambio a la Meta de Inflación continuaría fortaleciendo el canal de las expectativas.
- La continua **coordinación de políticas y la profundización del mercado interbancario y del mercado de capitales** son también tareas pendientes que potenciarían a la efectividad de la PM.

Banco Central de la República Dominicana



Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria en un Esquema de Metas de Inflación: *El caso de la República Dominicana*

Septiembre 2015

Joel González

Departamento de Programación Monetaria
y Estudios Económicos