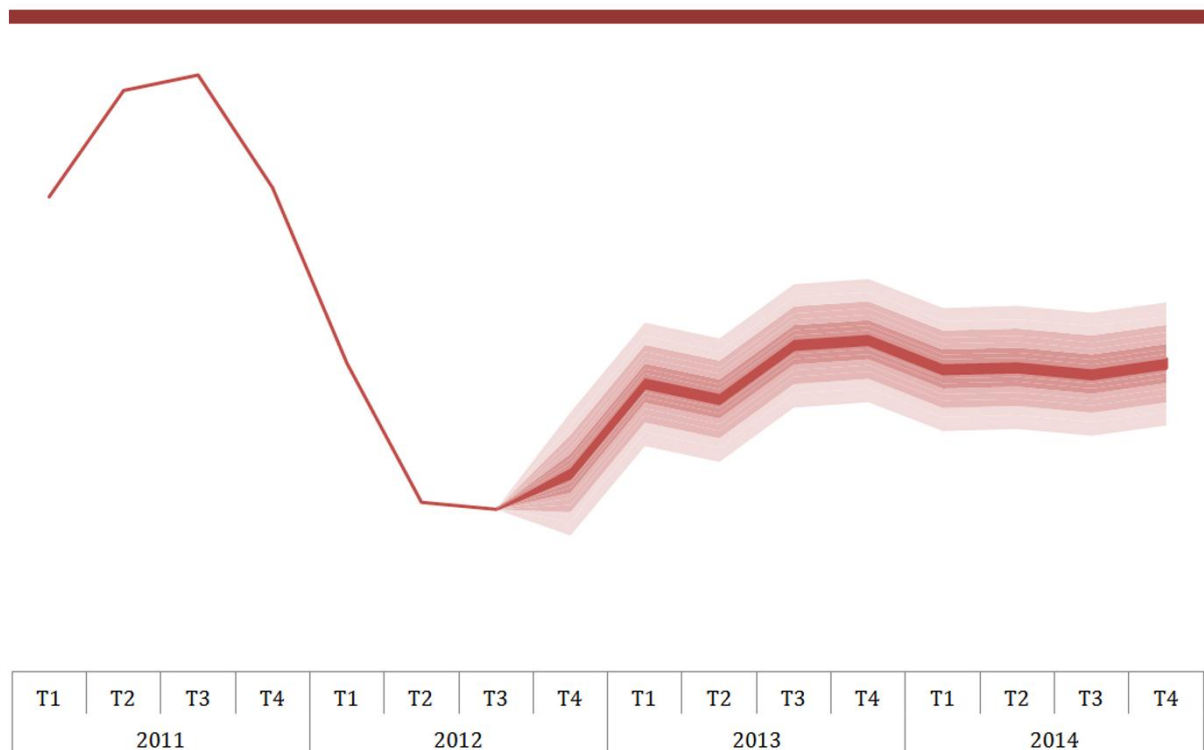


BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA

Departamento de Programación Monetaria
y Estudios Económicos



RESUMEN EJECUTIVO
**PROGRAMA MONETARIO
DEL BANCO CENTRAL**
Bajo Metas de Inflación

2013

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA
Resumen Ejecutivo del Programa Monetario del Banco Central 2013

1. INTRODUCCIÓN

El Banco Central de la República Dominicana (BCRD) desde inicios de 2012 implementa su política monetaria de acuerdo a un Esquema de Metas de Inflación (EMI). En este sentido, las decisiones de política están orientadas a minimizar los desvíos futuros de la inflación respecto a las metas anunciadas. En dicho esquema, el instrumento principal es la tasa de la política monetaria (TPM) y tiene como objetivo incidir en la tasa interbancaria y eventualmente, en el resto de las tasas de mercado para afectar las decisiones de consumo, ahorro e inversión de los agentes privados.

En este marco de política monetaria, la evolución de la base monetaria y del resto de los agregados monetarios pasan a formar parte de un grupo de variables indicativas, en lugar de ser las variables intermedias o de control, como eran en el antiguo Esquema de Metas Monetarias (EMM).

Bajo el EMI, la elaboración del Programa Monetario se fundamenta en un modelo de consistencia macroeconómica que agrupa las perspectivas de las principales variables de los sectores monetario, fiscal, real y externo. Estas proyecciones están condicionadas por la implementación de medidas de política monetaria que permitan el cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de tiempo estipulado.

El Programa Monetario del BCRD 2013 está fundamentado en las disposiciones contenidas en el Artículo 26 de la Ley Monetaria y Financiera 183-02 y en el Reglamento del Programa Monetario y de Instrumentos de Política Monetaria, correspondiente a dicha ley. De acuerdo a este marco regulatorio, la política monetaria en la República Dominicana (RD) tiene como objetivo principal la estabilidad de precios.

b. La inflación convergería a la meta en la primera mitad del año

La economía dominicana se ha caracterizado durante 2012 por una moderación en su crecimiento económico y una reducción gradual de las presiones inflacionarias, tanto externas como internas. El Producto Interno Bruto (PIB) crecería en torno a 4.0% este año, manteniéndose por debajo de su nivel potencial. La inflación interanual, por otro lado, cerraría en diciembre en torno a 3.5%-4.0%, tasa por debajo del límite inferior de la meta de 5.5%±1.0%.

Para 2013, las perspectivas internacionales apuntan a un menor crecimiento mundial como consecuencia de las condiciones recesivas que experimenta la Zona Euro (ZE), el lento ritmo de crecimiento de Estados Unidos (EEUU) y la desaceleración de las economías emergentes más importantes.

En el plano local, la demanda agregada estaría condicionada por el impacto del ajuste tributario sobre el consumo y la inversión privada, así como por la desaceleración del gasto público. En este contexto, las proyecciones señalan que el crecimiento del PIB real se moderaría en 2013, ubicándose en torno a 3.0% y mejoraría en 2014 hasta alcanzar 4.5%. La inflación, por su parte, estaría afectada por el impacto directo del ajuste tributario, el cual sería contrarrestado por menores presiones de demanda ante una brecha negativa del producto. Los modelos de proyección indican que la inflación se ubicaría, en 2013 y 2014, ligeramente por encima del valor central de las metas de 5.0%±1.0% y 4.5%±1.0%, respectivamente.

RESULTADOS MACROECONÓMICOS PRELIMINARES 2012

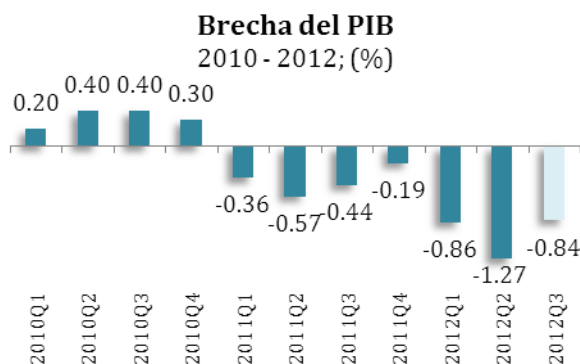
En el año 2012, las principales economías del mundo continuaron exhibiendo tasas de crecimiento más bajas de lo previsto. Mientras EEUU ha seguido creciendo de forma moderada, la ZE se encuentra en recesión al tercer trimestre del año. En efecto, el crecimiento interanual de EEUU alcanzó 2.7% al mes de septiembre, lo que contribuyó a reducir la tasa de desempleo, que se ubicó en 7.7% en noviembre. El PIB real de la ZE, por el contrario, presenta dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo, lo que es técnicamente una recesión. Al cerrar el tercer trimestre del año la ZE había registrado un crecimiento de -0.6% en términos interanuales.

Ante la debilidad del desempeño económico, los bancos centrales de las economías avanzadas han mantenido una postura expansiva. La Reserva Federal ha ampliado sus programas de flexibilización cuantitativa, mientras el Banco Central Europeo (BCE) ha ampliado su programa de compra de bonos, a la vez que redujo en una ocasión su tasa de política monetaria. Por otra parte, las economías emergentes también han empezado a mostrar signos de desaceleración. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), en 2012 estas economías estarían creciendo en torno a 5.2%, una expansión menor al 6.3% observado en 2011.

Los precios del petróleo, que a inicios de año tendieron a elevarse debido a tensiones geopolíticas en Medio Oriente, han revertido esa tendencia como consecuencia del menor crecimiento económico mundial. En este contexto, las presiones inflacionarias externas se han mantenido bajas durante el año proyectándose una inflación mundial de aproximadamente 3.0% para 2012.

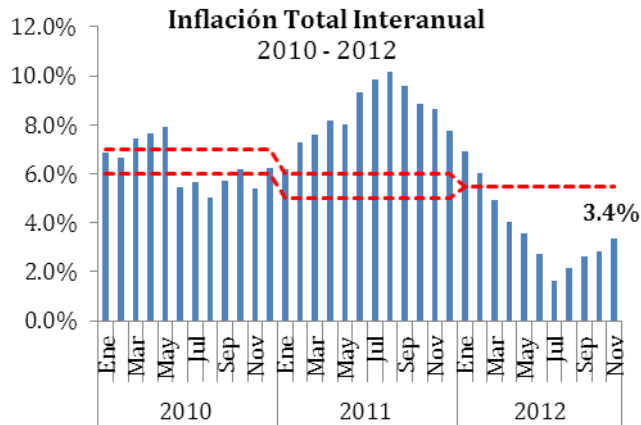
La falta de solución definitiva a la crisis de deuda en la ZE, así como los posibles efectos del “*precipicio fiscal*” en EEUU, mantienen la incertidumbre en torno a la evolución de la economía internacional en el corto plazo.

La economía dominicana creció 3.9% durante el período enero-septiembre de 2012, una desaceleración con respecto a igual período del año anterior. Con este resultado, influenciado por una moderación del consumo y la inversión privada, la economía continúa operando por debajo de su capacidad potencial. Durante los primeros tres trimestres del año, la demanda interna presentó un menor dinamismo, al incrementarse en promedio en torno a 3.0%.



Como resultado de una brecha del producto negativa y de menores presiones inflacionarias externas, la inflación interanual se ha mantenido durante gran parte de 2012 por debajo de la meta

de 5.5%±1.0%. A noviembre de 2012, la inflación alcanzó 3.4% y se estima estaría cerrando el año en torno a 4.0%. Del mismo modo, la inflación subyacente –que mide las presiones inflacionarias de origen monetario– ha registrado una disminución, ubicándose en 3.6% en noviembre, nivel inferior a su promedio de los últimos cinco años.



En enero-septiembre, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de US\$3,014.5 millones, inferior en US\$122.7 millones al observado en el mismo período de 2011. Las importaciones totales, particularmente las de petróleo y sus derivados, pasaron de crecer 32.3% en enero-septiembre de 2011 a sólo 3.7% en igual período de este año. Este resultado contribuyó con la baja moderada en el déficit de cuenta corriente.

Para el cierre de 2012, se espera que el saldo en la cuenta corriente ascienda a US\$4,041.9 millones, una reducción de US\$457.1 millones al compararlo con el déficit registrado en 2011. En términos relativos, el déficit en cuenta corriente se reduciría en 1 punto porcentual del PIB, al pasar de 7.9% en 2011 a 6.9% en 2012. Este déficit será financiado principalmente por inversión extranjera directa, la cual se estima ascendería a unos US\$3,175.5 millones.

Por otro lado, el panorama fiscal se deterioró de forma importante en 2012. Al cierre de noviembre los ingresos fiscales se ubicaron RD\$25.0 mil millones, por debajo de lo presupuestado, mientras los gastos totales exhibían una tasa de crecimiento superior a 45.0% en términos interanuales. En este contexto, para el cierre de año se espera que el déficit del Sector Público no Financiero (SPNF) se ubique en torno a 7.0%-7.2% del PIB.

Ante el incremento del déficit y en un esfuerzo por mejorar la sostenibilidad de las finanzas públicas, se aprobó una reforma tributaria que incrementaría las recaudaciones en 1.8% del PIB. Adicionalmente, el Proyecto de Ley de Ingresos y Gastos Públicos contempla una reducción del gasto de una magnitud similar al ajuste de los ingresos. Con estas medidas fiscales, el déficit del SPNF para 2013 estaría en torno a 2.7%-3.0% del PIB.

Por otra parte, en el sector monetario durante los primeros meses del año las tasas de interés del sistema financiero se mantuvieron elevadas, influyendo en la desaceleración de los préstamos al sector privado. Bajo estas condiciones y con la intención de flexibilizar las condiciones monetarias, en la reunión de política del mes de mayo el BCRD inició un proceso de reducción en la TPM y en la tasa Lombarda de 75 y 100 puntos básicos (p.bs.) respectivamente. Posteriormente, en cada una de

las reuniones de julio y agosto se decidieron reducciones adicionales de 50 p.bs. tanto para la TPM como para la tasa Lombarda.

Las tasas de interés del sistema financiero reaccionaron ante una postura de política monetaria más expansiva, descendiendo desde los elevados niveles en que se encontraban a inicios de año. En efecto, de junio a noviembre, la tasa de interés activa (promedio ponderado, p.p.) se redujo en aproximadamente 263 p.bs., ubicándose en 13.6% anual. En ese mismo período, la tasa de interés pasiva (p.p.) ha descendido en 420 p.bs. cerrando noviembre en 4.4% anual.

A medida que las tasas de interés del mercado han tendido a reducirse, la desaceleración que venía experimentando el ritmo de expansión de los préstamos al sector privado en moneda nacional se ha detenido. En este sentido, el crecimiento interanual de estos préstamos se ubicó al cierre de noviembre en 3.9%, explicado principalmente por el incremento en los préstamos destinados a consumo y a la adquisición de viviendas.

Por otra parte, se observó un mayor dinamismo en las tasas de crecimiento de los agregados monetarios a partir del mes de junio de 2012, consistente con la postura más flexible de política. Al finalizar el mes de noviembre de 2012, el medio circulante (M1) alcanzó una tasa interanual de 9.9%, al mismo tiempo, la oferta monetaria (M2) y el dinero en sentido amplio (M3) exhibieron variaciones interanuales de 10.8% y 12.8% respectivamente.

PERSPECTIVAS DEL ENTORNO INTERNACIONAL

Las perspectivas actuales de la economía mundial apuntan a una moderación adicional del ritmo de expansión de la actividad económica, en la medida en que se mantiene la incertidumbre sobre los problemas fiscales de la ZE, el ritmo de crecimiento lento de EEUU y la desaceleración en las economías emergentes.

En este sentido, tanto el FMI como otros organismos internacionales y observadores privados han corregido a la baja sus estimaciones de crecimiento para el próximo año. De manera particular, en su informe más reciente, Consensus Forecasts (CF) estima un crecimiento de la economía mundial de 2.7% para 2013.

La economía de EEUU, cuyo ritmo de crecimiento evoluciona de forma positiva, pero lenta, crecería en 2.2% al cierre de 2012. Para 2013, CF pronostica un crecimiento en torno a 1.9%. No obstante, esta perspectiva está rodeada de incertidumbre particularmente por el impacto del “*precipicio fiscal*”, que implicaría una combinación de alzas impositivas y recortes de gasto, de no alcanzarse algún consenso político que impida su vigencia automática a inicios de año.

Las previsiones de crecimiento para la ZE son más pesimistas. En efecto, CF estima un crecimiento nulo en 2013. La falta de una solución definitiva a los problemas fiscales y de deuda de las economías más débiles se une a la desaceleración del ritmo de crecimiento de Alemania, lo que ha sembrado más dudas sobre el desempeño de la región en el corto plazo.

Con respecto a América Latina, las proyecciones de crecimiento para el cierre de 2012 apuntan a una tasa de 2.9%. En 2013, esta región se estaría expandiendo a un ritmo cercano a 3.7%, con mejores resultados para Chile y Argentina y el mantenimiento de un sólido desempeño de Perú.

En lo concerniente a los precios de bienes primarios, se espera una ligera moderación hacia 2013 con una caída de 1 dólar en el precio de la canasta de petróleo del FMI, que estaría pasando de

US\$106.1 en 2012 a US\$105.1 en 2013. Este escenario es consistente con las previsiones de un debilitamiento de la economía mundial para el próximo año. En cuanto al oro, las estimaciones muestran que el precio promedio se mantendría rondando los US\$1,700 dólares por onza troy para el próximo año.

Perspectivas Variables Externas

Variables	2011	2012	2013
PIB Economía Mundial (Crecimiento)	3.1%	2.5%	2.7%
PIB Real USA (Crecimiento)	1.8%	2.2%	1.9%
PIB Zona Euro (Crecimiento)	1.5%	-0.5%	0.0%
PIB América Latina (Crecimiento)	4.2%	2.9%	3.7%
Precio Petróleo (US\$ por Barril)*	104.0	106.1	105.1

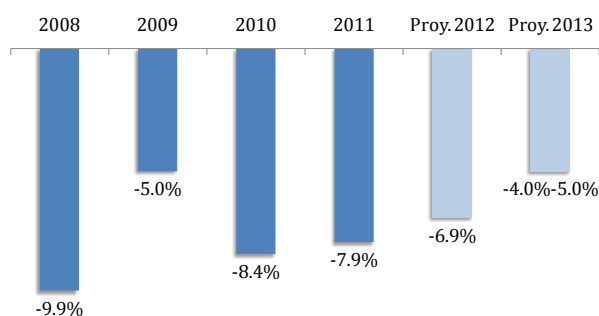
Fuente: Consensus Forecast./*FMI

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS PARA LA REPÚBLICA DOMINICANA

Las medidas de flexibilización monetaria aplicadas a mediados de año han incidido en reducciones de las tasas de interés de mercado. Conforme operan los canales de transmisión de la política monetaria, las menores tasas han comenzado a provocar un mayor dinamismo en los agregados monetarios y en los préstamos al sector privado. Las proyecciones señalan que los préstamos al sector privado en moneda nacional continuarían recuperándose en 2013 cerrando con un crecimiento interanual en torno a 8.1%.

El déficit en cuenta corriente estaría cerrando 2012 en torno a 6.9% del PIB. Para 2013, se espera que continúe el proceso de reducción gradual del déficit y que se ubicaría al finalizar el año en torno a 4.0%-5.0% del PIB. Esta mejoría de las cuentas externas estaría impulsada por un mayor crecimiento de las exportaciones totales (16.0%), principalmente por el inicio de las exportaciones de oro y por la expansión de los ingresos por turismo (6.1%) y de las remesas familiares (5.1%).

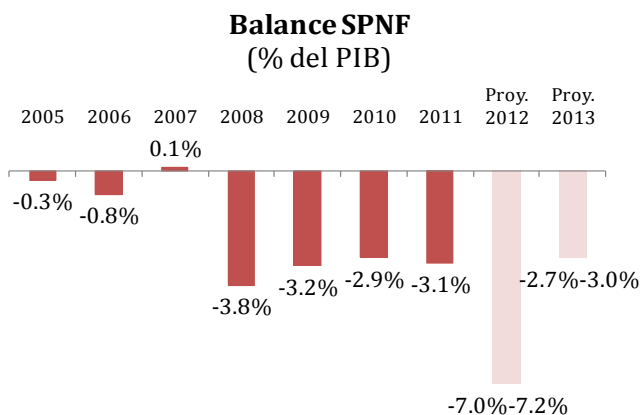
Balance de Cuenta Corriente
Como % del PIB



Fuente: BCRD

Por otro lado, la implementación de la reforma tributaria y del ajuste del gasto público, contemplado en el Presupuesto 2013 impactaría de forma positiva el balance fiscal. Como consecuencia de esta política fiscal contractiva, el déficit del SPNF para 2013 se ubicaría en el rango de 2.7%-3.0% del PIB. Por otro lado, las proyecciones del déficit cuasi-fiscal del BCRD para el año entrante apuntan a

1.4% del PIB. De esta forma, el Sector Público Consolidado estaría cerrando el año con un déficit cercano a 4.4% del PIB, inferior en aproximadamente 4 puntos porcentuales del PIB al déficit de 2012.



Fuente: BCRD

La demanda agregada estará condicionada por la desaceleración del gasto público y por el impacto del ajuste tributario sobre el consumo y la inversión privada. En este contexto, las proyecciones de nuestro escenario base señalan que el crecimiento del PIB real cerraría en 2013 en torno a 3.0% y a 4.5% en 2014. Al considerar este comportamiento de la actividad económica, se estima que la brecha del producto permanecería en terreno negativo en el horizonte de política, logrando cerrarse a inicios de 2015.

Los riesgos con respecto a las estimaciones de actividad económica están sesgados a la baja principalmente por los efectos del proceso de consolidación fiscal. En este sentido, una reactivación más lenta de lo estimado del consumo y la inversión privada y/o un impacto mayor a lo previsto del ajuste del gasto público podrían reducir el crecimiento del PIB por debajo del 3.0% proyectado.

Por otro lado, para el año 2013 sigue siendo un riesgo la recuperación más lenta de lo esperado de la economía de EEUU y la persistencia de la recesión en la ZE. Una ralentización en el crecimiento mundial podría transmitirse a nuestra economía principalmente a través de las exportaciones, remesas, turismo e inversión extranjera.

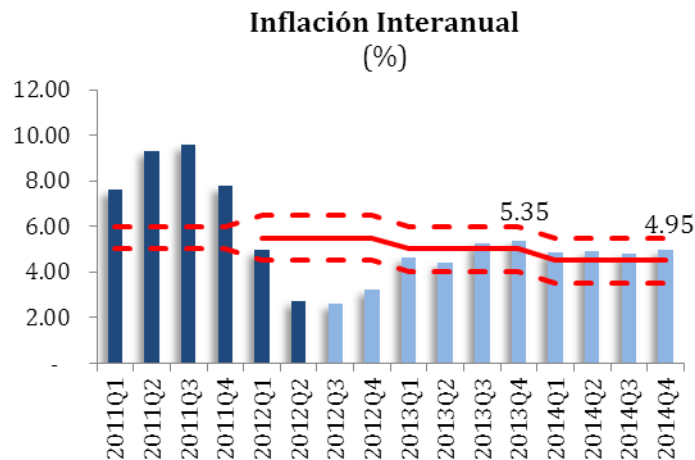
Perspectivas Variables Domésticas

Variables	2011	2012	2013
PIB Real (Crecimiento)	4.5%	4.0%	3.0%
Inflación a Diciembre	7.8%	4.0%	5.0%±1.0%
Cuenta Corriente (% del PIB)	-7.9%	-6.9%	-4.0%-5.0%
Balance Fiscal (% del PIB)	-3.1%	-7.0%-7.2%	-2.7%-3.0%

Fuente: BCRD

PROYECCIONES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Para el cierre del año 2012 se proyecta una inflación cercana a 4.0%. Los modelos de pronósticos señalan que el impacto del ajuste tributario sobre el nivel de precios sería de una sola vez, y que este efecto sería contrarrestado parcialmente por una brecha del producto más negativa. En este contexto, las estimaciones apuntan a que la inflación se ubicaría, en 2013 y 2014, ligeramente por encima del valor central de las metas de $5.0\% \pm 1.0\%$ y $4.5\% \pm 1.0\%$, respectivamente.



La inflación subyacente, al igual que la inflación general se ha moderado durante la mayor parte del año y se espera que cierre el 2012 en niveles cercanos a 3.6%. En el horizonte de política no se esperan fluctuaciones importantes en la inflación subyacente y se estima que la misma se mantendría en torno a 4.0%.

El balance de riesgos del pronóstico de inflación está sesgado al alza. Las proyecciones más recientes contemplan que la inflación general se ubicaría en el rango superior de la meta en el horizonte de política, como consecuencia del impacto del ajuste tributario. Adicionalmente, otro riesgo doméstico de presiones inflacionarias estaría asociado a mayores precios de bienes y servicios regulados. A nivel externo, niveles de precios internacionales del petróleo y/o del resto de bienes primarios superiores a los previstos constituirían un riesgo al alza en la inflación.

ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA: METAS, INSTRUMENTOS E INDICADORES

Tomando en consideración que el BCRD opera su política monetaria bajo metas de inflación y que en el EMI los agregados monetarios son variables indicativas, se presenta a continuación la senda esperada para estas variables. Para 2013, las proyecciones señalan que el crecimiento de la Base Monetaria Restringida (BMR), consistente con la meta de inflación de $5.0\% \pm 1.0\%$, sería de aproximadamente 8.6%, ligeramente superior a la expansión proyectada del PIB nominal. Los agregados monetarios M1, M2 y M3 estarían exhibiendo un comportamiento similar al de la BMR, expandiéndose en 9.7%, 8.8% y 9.0%, respectivamente.

La estimación de la BMR está influenciada por un incremento en las Reservas Internacionales Netas (RIN) de US\$338 millones durante el 2013, ubicándose en US\$3,338 millones. Esta acumulación de divisas permitiría que las Reservas Internacionales Brutas alcancen 2.1 meses de importaciones y eventualmente a 3 meses de importaciones en el mediano plazo.

Consecuentemente, los activos domésticos netos, que expresan la diferencia entre la base monetaria restringida y los activos externos netos, estarían fluctuando en un rango entre RD\$56.0 y RD\$61.0 mil millones.

Variables	2013			
	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.
Base Monetaria Restringida (MM RD\$)	163,074.1	165,698.0	171,439.7	182,831.9
<i>Var. Interanual (%)</i>	<i>8.9%</i>	<i>9.7%</i>	<i>12.1%</i>	<i>8.6%</i>
Reservas Internacionales Netas (MM US\$)	2,961.7	3,067.0	3,191.7	3,337.8
<i>Var. Interanual (MM US\$)</i>	<i>-69.2</i>	<i>-152.2</i>	<i>189.3</i>	<i>337.8</i>
Activos Internos Netos (MM RD\$)	60,517.1	57,611.7	56,244.2	58,948.9
Préstamos al Sector Privado en M/N (MM RD\$)	414,774.6	416,338.4	438,240.9	451,368.2
<i>Var. Interanual %</i>	<i>2.1%</i>	<i>5.9%</i>	<i>8.5%</i>	<i>8.1%</i>

Este escenario base contempla unos ingresos por concepto del plan de Recapitalización del BCRD de 0.7% del PIB nominal estimado para 2013. Tomando en cuenta estos ingresos y la evolución del pago de intereses por concepto de las operaciones de mercado abierto y otras partidas, el déficit cuasi-fiscal ascendería a 1.4% del PIB al cierre de 2013.

RESUMEN PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS CIFRAS PRELIMINARES 2012 – PROYECCIÓN 2013

A continuación se presenta un resumen de los principales indicadores macroeconómicos.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA DEPARTAMENTO PROGRAMACION MONETARIA Y ESTUDIOS ECONOMICOS

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS PROGRAMA MONETARIO 2013

Variables	Proyección 2012	Proyección 2013
Sector Real:		
Crecimiento PIB Real	4.0%	3.0%
Tasa de Inflación, Fin de Período	4.0%	5.1%
Tasa de Inflación, Promedio Anual	3.8%	5.0%
Crecimiento Deflactor Implícito del PIB	4.5%	5.0%
Sector Fiscal:		
Presión Tributaria	13.5%	14.7%
Var. % Ingresos Totales GC	12.7%	20.3%
Var. % Ingresos Tributarios GC	13.6%	17.6%
Var. % Gastos Totales GC	38.9%	-4.0%
Balance SPNF como % PIB	-7.0%-7.2%	-2.7%-3.0%
Balance Cuasifiscal como % PIB	-1.1%	-1.4%
Balance SP Consolidado como % PIB	-8.1%-8.3%	-4.1%-4.4%
Sector Externo:		
Balance Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (MM US\$)	-4,041.9	-2,975.0
Balance Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos como % PIB	-6.9%	-4.0%-5.0%
Var. % Exportaciones Totales	6.3%	16.1%
Var. % Importaciones Totales	1.8%	4.1%
Factura Petrolera (MM US\$)	4,684.9	4,758.1
Inversión Extranjera Directa (MM US\$)	3,175.5	2,041.4
Resultado Global de la Balanza de Pagos	-335.8	505.1
Sector Monetario:		
Reservas Internacionales Netas (MM US\$)	3,000.0	3,337.8
Var. % Base Monetaria Restringida	8.5%	8.6%
Var. % Préstamos Bancarios Sector Privado en M/N	2.4%	8.1%
Var. % Medio Circulante (M1)	10.0%	9.7%
Var. % Oferta Monetaria Ampliada (M2)	10.4%	8.8%
Var. % Dinero en Sentido Amplio (M3)	10.6%	9.0%