

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA

Departamento de Programación Monetaria
y Estudios Económicos



RESUMEN EJECUTIVO
PROGRAMA MONETARIO
DEL BANCO CENTRAL
Bajo Metas de Inflación

2015

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA

Resumen Ejecutivo del Programa Monetario del Banco Central 2015

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 forman 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 Banco Central 2015 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 tiene como objetivo principal la estabilidad de precios.

b. La inflación convergería al rango meta en 2015

Las perspectivas mundiales respecto al crecimiento se sitúan en 2.7% para 2014, como consecuencia de la debilidad exhibida por las economías avanzadas y la desaceleración en las economías emergentes durante el primer semestre. Mientras, que para el año 2015, se prevé una recuperación gradual de 3.1%, considerando el mayor dinamismo en el crecimiento de la economía estadounidense, así como una recuperación paulatina de las economías emergentes. Las mejores perspectivas de crecimiento a nivel internacional, de Estados Unidos (EEUU) en particular, unido a menores precios del petróleo incidirían positivamente sobre la economía dominicana.

Durante el año 2014, la economía dominicana ha registrado tasas de crecimiento en torno a 7.0%, como resultado de un mayor dinamismo en la demanda interna y en las actividades del sector exportador. No obstante, en términos trimestrales, se ha observado una moderación en el ritmo de expansión del Producto Interno Bruto (PIB) que acercaría el crecimiento a su potencial en 2015. En este sentido, se espera que el PIB real registre una expansión entre 6.5%-7.0% en 2014, para luego moderar su crecimiento hasta 4.5%-5.0% en 2015. En cuanto al nivel de precios, se espera que la tasa de inflación interanual promedio se ubique por debajo del límite inferior de la meta de 4.5%±1.0% establecida para el año 2014. Mientras que, las proyecciones indican que esta variable convergería al valor central del rango meta de 4.0%±1% interanual en el horizonte de política.

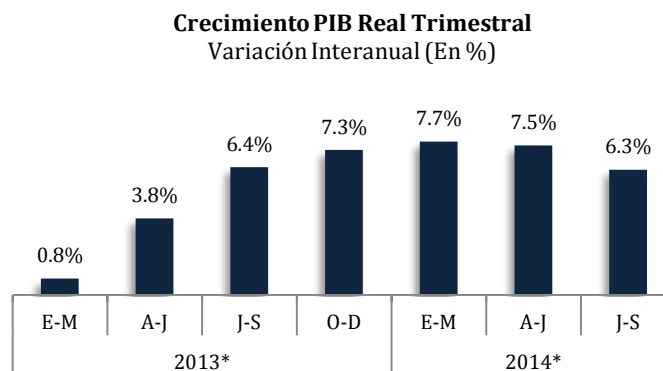
RESULTADOS MACROECONÓMICOS PRELIMINARES 2014

La economía mundial ha tenido un desempeño moderado durante 2014, lo que se explica por el bajo crecimiento de las economías avanzadas y una desaceleración adicional en la mayoría de países emergentes. En el caso particular de EEUU, el crecimiento mostró una significativa desaceleración durante el primer trimestre del año, debido a factores climáticos, pero luego se recuperó y, a septiembre, registró una tasa de expansión interanual de 2.4%. La inflación ha permanecido estable y se ubicó en 1.7% en octubre. La tasa de desempleo, a su vez, se ha reducido de forma importante, situándose en 5.8% al cierre de noviembre. Esta mejoría de las condiciones económicas, unido a perspectivas favorables para 2015 han permitido que la Reserva Federal concluyera en octubre su programa de flexibilización cuantitativa. No obstante, la postura de política monetaria se mantiene flexible, pues la tasa de los fondos federales permanece en 0.0%-0.25% anual y se espera que continúe así hasta mediados de 2015.

En la Zona Euro (ZE), por otra parte, se ha intensificado la desaceleración del crecimiento por la debilidad de economías importantes como Francia e Italia. En este sentido, el bloque registró un crecimiento de apenas 0.8% interanual hasta el tercer trimestre de este año. La debilidad de la economía ha impactado la evolución de los precios. De este modo, la inflación interanual alcanzó 0.3% en noviembre, con lo que han aumentado los riesgos de deflación. El desempleo, a su vez, se mantiene en torno a 11.5% en octubre. Ante este escenario, el Banco Central Europeo ha implementado un conjunto de medidas de flexibilización, con el objetivo de impulsar el crédito y estimular la demanda agregada.

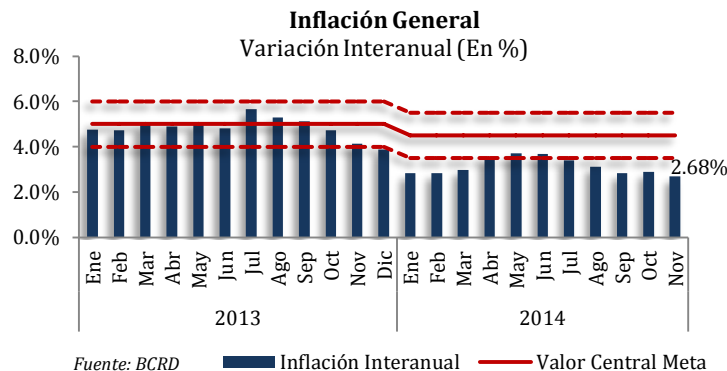
El crecimiento en América Latina también se ha desacelerado, en buena medida por el efecto de menores precios de commodities lo que ha perjudicado a los grandes exportadores de la región como Brasil y Argentina. En términos de inflación, la mayoría de estos países mantienen tasas de inflación en línea con sus metas. Argentina y Venezuela son las grandes excepciones en este aspecto, ya que registran los niveles de inflación más altos de la región con tasas superiores al 20.0% interanual. En atención a las condiciones particulares de cada economía, salvo Brasil y Colombia, los bancos centrales han reaccionado flexibilizando la postura de política en la mayoría de los casos.

En el ámbito doméstico, la economía dominicana mostró un desempeño favorable durante los primeros tres trimestres de 2014. En este sentido, el PIB se expandió 7.2% durante el período enero-septiembre, luego de haber registrado tasas superiores al 7.0% durante el primer semestre del año. El crecimiento registrado durante el período fue impulsado por un incremento de la demanda interna, como consecuencia de mejoras en la formación bruta de capital y del consumo final, así como también por mayores exportaciones.



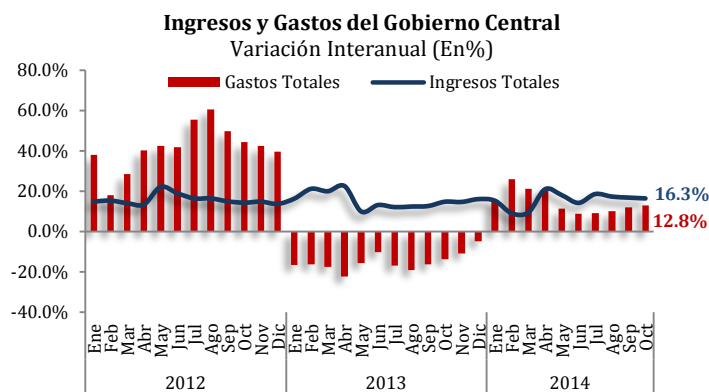
Fuente: BCRD (Base 2007)

Las mejores condiciones de la actividad económica no se han traducido en presiones sobre el nivel de precios ya que la evolución de la inflación ha estado condicionada por factores externos de naturaleza temporal, cuyo efecto tenderá a desaparecer en los próximos meses. La inflación general se ha mantenido en promedio en torno al límite inferior del rango meta de $4.5\% \pm 1.0\%$ durante 2014, ubicándose en 2.68% en términos interanuales durante el mes de noviembre.



En cuanto a la evolución del sector externo, puede destacarse la disminución en la factura petrolera de 7.1% durante el período enero-septiembre de 2014, acompañado de un incremento en los ingresos por turismo de 11.5% y en las remesas familiares de 10.8% a lo largo del mismo período. Asimismo, las exportaciones totales mostraron un incremento de apenas 0.2%, mientras que las importaciones, presentaron un crecimiento de 3.7% en los primeros nueve meses de 2014. Este comportamiento generó una reducción en el balance de cuenta corriente hasta US\$1,345.1 millones, equivalente a una variación de 24.1% respecto del saldo observado en enero-septiembre de 2013.

Por otro lado, el panorama fiscal muestra señales de mejoría a lo largo de todo el 2014, esencialmente por un incremento de las recaudaciones por tributos de 13.9%, mientras que los impuestos no tributarios tuvieron una variación positiva de 46.3% interanual al mes de octubre. Así, los ingresos totales (excluyendo donaciones) del gobierno central crecieron 16.3 por ciento. Respecto a los gastos totales, que aunque presentan un aumento de 12.8% interanual al finalizar octubre, la racionalización de los egresos fiscales por parte de la administración pública permitió desacelerar su ritmo de crecimiento de forma considerable comparado con los últimos cinco años. En este sentido, los gastos corrientes experimentaron un incremento equivalente a 16.3% y los gastos de capital exhibieron una reducción de 2.6 por ciento.



Esta evolución con sesgo correctivo de las partidas de ingresos y gastos fiscales, permitió al Sector Público No Financiero (SPNF) llevar su déficit hasta 1.7% del PIB en octubre, calculado a partir de la proyección del producto nominal para el cierre de 2014.

En cuanto al sector monetario, las tasas de interés nominales del sistema financiero permanecieron sin grandes cambios la mayor parte del año, aunque las mismas exhiben una tendencia alcista desde agosto, debido a condiciones de liquidez más estrechas en el mercado. Dada la evolución de las tasas de interés y en consonancia con el desarrollo de la actividad económica, el crédito al sector privado en moneda nacional continuó expandiéndose, manteniendo un crecimiento interanual superior al 14.0% a lo largo del año, hasta situarse en 14.9% en noviembre.

La conducción de la política monetaria hasta noviembre de 2014 estuvo determinada por la trayectoria del nivel de precios, así como por las proyecciones y expectativas de inflación, las cuales indican que la inflación interanual convergerá al rango meta en los próximos meses. En este contexto, no se observaron factores que motivaran un movimiento en la postura de política monetaria, con lo cual se mantuvo invariable la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 6.25%, nivel vigente desde agosto de 2013.

Con relación a los agregados monetarios, los mismos mantuvieron tasas de crecimiento ligeramente mayores a las registradas en 2013. El medio circulante (M1) alcanzó una tasa interanual de 16.3%, mientras que la oferta monetaria (M2) y el dinero en sentido amplio (M3) exhibieron variaciones interanuales de 12.9% y 12.0%, respectivamente.

PERSPECTIVAS DEL ENTORNO INTERNACIONAL

De acuerdo a las últimas proyecciones de *Consensus Forecasts* (CFC), el año 2014 finalizaría con un crecimiento económico mundial en torno al 2.7%, cifra que resultaría inferior a la prevista un año atrás. Estas menores perspectivas son resultado de un primer trimestre lento en EEUU y la desaceleración de algunas economías emergentes. El crecimiento económico mundial en el 2015, impulsado por la continua recuperación de EEUU y un repunte de las economías emergentes, se estaría acelerando hasta 3.1%, según la misma publicación del CFC.

La economía de EEUU –que según las últimas proyecciones del CFC cerraría el año 2014 con un crecimiento de 2.2% y para 2015 alcanzaría un 3.0%–, ha registrado una reducción significativa en la tasa de desempleo, por lo que se espera que fluctúe en torno al 5.6% durante el próximo año. La inflación estaría cerrando 2015 en 1.7%, acercándose al objetivo de largo plazo de 2.0% de la Reserva Federal. Dichos resultados han sido claves para que la FED decidiera poner fin al programa de Flexibilización Cuantitativa y auguran un aumento de tasas que podría ocurrir a partir del segundo semestre de 2015.

Contrastando con la recuperación estadounidense, el pronóstico de crecimiento para Alemania, principal economía de la ZE, ha sido revisado a la baja, colocándose ahora en 1.4% para 2015, debido a que los últimos reportes de actividad industrial alemana apuntan a un lento crecimiento de ese sector, luego de una contracción económica en el segundo trimestre del año. Por su parte, Francia continúa presentando un panorama desalentador, proyectándose un crecimiento de 0.8% para 2015 y con la preocupación que genera a los demás miembros del bloque, la aparente incapacidad del país de cumplir su meta de déficit de 3.0% antes del 2017. En conjunto, los analistas del CFC estiman un crecimiento de 1.1% para la ZE en el 2015. En cuanto a la inflación en el bloque, se espera que ésta alcance 0.5% a final del 2014 y se ubique en torno a 0.9% el próximo año.

En América Latina, las perspectivas señalan un crecimiento menor al esperado, situándose en 1.8% para el 2015, donde resalta el bajo crecimiento económico de Brasil, la economía más grande de la región, que se prevé sea de 0.8 por ciento. Además se espera que países como Argentina y Venezuela experimenten una reducción de la actividad económica de 0.7% y 1.7%, respectivamente. Mientras que en el otro extremo se ubicarían Colombia (4.5%), México (3.7%), Chile (2.9%) y Perú (4.7%). La inflación en la región rondaría alrededor de 11.9% al concluir el 2014 y se proyecta que se sitúe en 11.7% en el 2015.

En lo que respecta a los precios del petróleo, se espera que los mismos se mantengan moderados, en especial por el auge de la explotación petrolera de esquisto en EEUU, lo que incrementa la oferta, y la reciente decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de mantener los niveles de producción actuales.

Perspectivas Variables Externas

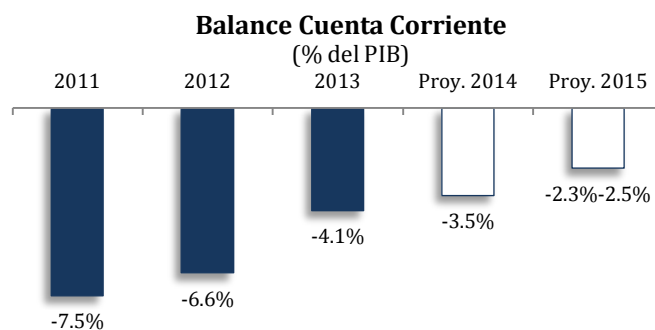
Variables	2013	2014	2015
PIB Economía Mundial (Crecimiento)	2.6%	2.7%	3.1%
PIB Real USA (Crecimiento)	2.2%	2.2%	3.0%
PIB Zona Euro (Crecimiento)	-0.4%	0.8%	1.1%
PIB América Latina (Crecimiento)	2.7%	1.0%	1.8%
Precio Petróleo (US\$ por Barril)*	104.07	96.97	73.38

*Fuente: Consensus Forecast./*FMI*

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS PARA LA REPÚBLICA DOMINICANA

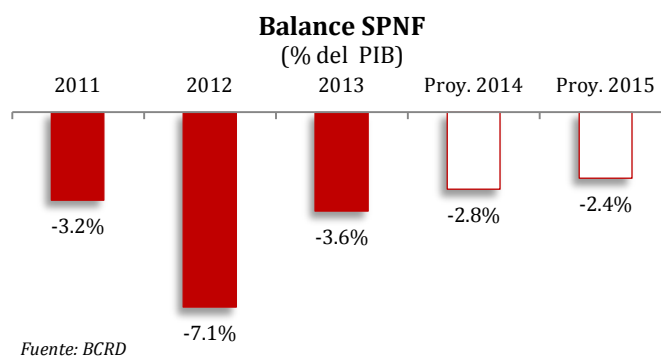
Durante el año 2014, los préstamos al sector privado en moneda nacional se mantuvieron creciendo, en promedio, a una tasa superior a 14.0% interanual, impulsado principalmente por las actividades relacionadas al financiamiento de consumo, viviendas y comercio. Si bien es cierto que inicialmente las proyecciones para el crédito en moneda nacional consideraban una desaceleración en la economía, los resultados recientes exhibieron una expansión de 14.9% interanual en noviembre. En este sentido, las más recientes proyecciones sugieren que esta variable presentaría una variación entre 13.0%-15.0% al finalizar 2014. Sin embargo, para 2015, los modelos señalan que se observaría una moderación en el ritmo de crecimiento de los préstamos en moneda nacional, hasta situarse en un rango entre 10.0%-12.0% interanual.

En cuanto al desempeño del sector externo, las perspectivas se mantienen positivas considerando la mejoría en los términos de intercambio relacionada con la caída de los precios del petróleo observada en los meses recientes, y el posible impacto en los mercados internacionales de una rápida recuperación de la economía de EEUU. Por tanto, se espera que el balance de la cuenta corriente continúe con el proceso de corrección iniciado en el año 2011, contemplando así un menor crecimiento en las importaciones totales (2.0%, variación interanual) y un mejor comportamiento de las exportaciones totales (4.6%, variación interanual). De esta forma, el déficit en la cuenta corriente se colocaría entre 2.3%-2.5% del PIB al finalizar el año 2015.

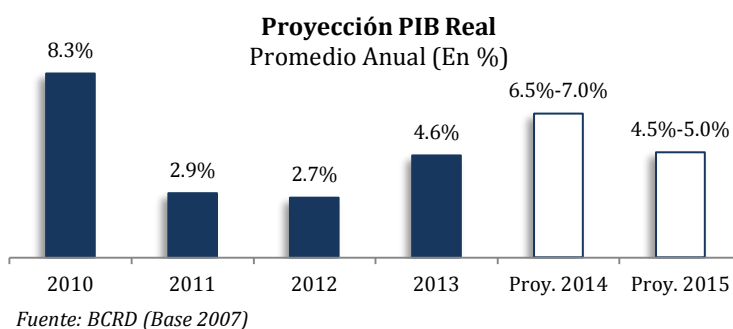


Fuente: BCRD

En lo concerniente al sector fiscal, las proyecciones sugieren que el déficit del SPNF se colocaría en torno a 2.8% como porcentaje del PIB al finalizar el año 2014, tal y como se contempló en el Presupuesto para este año. Para 2015, se espera que el Gobierno mantenga su política de racionalización del gasto público, lo que permitiría que se obtenga un superávit primario de 0.5% del PIB y reduciría el déficit del SPNF hasta 2.4% del PIB. Por otra parte, las estimaciones contenidas en el Programa Monetario señalan que el déficit cuasifiscal disminuiría hasta 1.4% del PIB en 2015. Como resultado, el balance del Sector Público Consolidado registraría un déficit de 3.8% del PIB al cierre del año.



Dado que al finalizar el período enero-septiembre de 2014, la actividad económica registró una tasa de crecimiento de 7.2% en términos reales, se estima que la producción alcanzaría una expansión entre 6.5%-7.0% hacia el cierre de año. Para el año 2015, el PIB real estaría presentando un crecimiento entre 4.5%-5.0% anual, nivel cercano a su potencial.



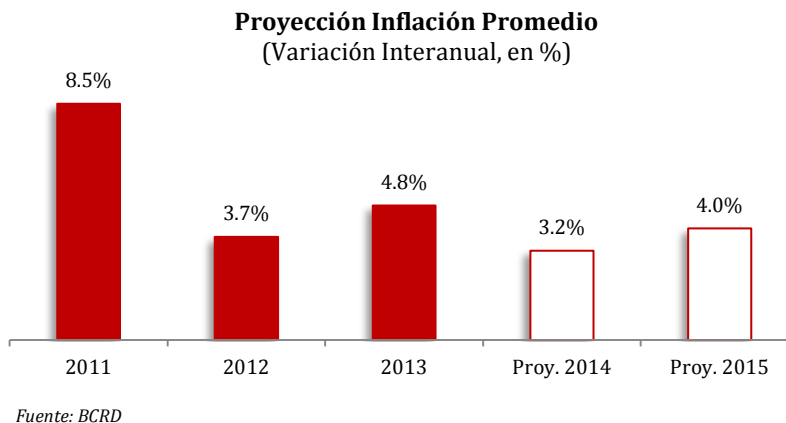
El balance de riesgos para las previsiones de crecimiento económico presenta un sesgo al alza. En el entorno internacional, se espera que el fortalecimiento del crecimiento en EEUU repercuta de forma positiva sobre la economía dominicana, considerando las relaciones comerciales existentes. Si bien es cierto que la normalización de la política monetaria en dicha economía podría tener un impacto negativo sobre las condiciones de los mercados financieros internacionales, para la economía dominicana el efecto es limitado y podría atenuarse por los mejores resultados de la actividad económica estadounidense. Adicionalmente, la caída reciente de los precios internacionales del petróleo parecería obedecer a factores estructurales, por lo que los mercados esperan que estos precios se mantuvieran en niveles bajos al menos a lo largo de 2015. En este sentido, se estima que tal comportamiento de los precios del petróleo tendría un efecto positivo sobre la actividad económica dominicana. Por otro lado, persisten riesgos importantes en el entorno internacional, como por ejemplo la debilidad económica en la ZE y el riesgo de deflación que enfrenta el bloque. Asimismo, continúan sin solución definitiva algunos conflictos geopolíticos, cuyo empeoramiento tendría efectos negativos sobre las expectativas de los agentes.

Variablen	2013	2014	2015
PIB Real (Crecimiento)	4.1%	6.5%-7.0%	4.5% - 5.0%
Inflación (Promedio)	3.9%	3.2%	4.0% ± 1.0%
Cuenta Corriente (% del PIB)	-4.2%	-3.5%	-2.3% - 2.5%
Balance Fiscal (% del PIB)	-3.6%	-2.8%	-2.4%

Fuente: BCRD

PROYECCIONES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

En el transcurso de 2014, la inflación ha permanecido en torno al límite inferior del rango meta de $4.5\pm 1.0\%$. De manera particular, desde junio la tasa interanual se ha ubicado por debajo del límite inferior del rango. Se estima que el promedio del año estaría en torno a 3.2% interanual. Al mismo tiempo, se espera que este comportamiento se revierta en 2015, provocando que la inflación converja al rango meta de $4.0\pm 1.0\%$ establecida para este año. Según las proyecciones más recientes, la inflación alcanzaría un promedio de 4.0% interanual, acorde a lo contemplado en el Marco Macroeconómico para el año 2015.

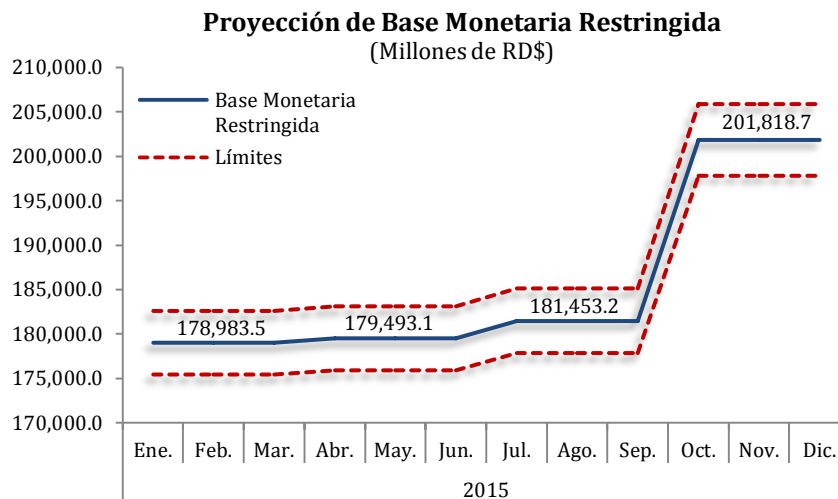


La inflación subyacente, por otra parte, ha permanecido por debajo del límite inferior de la meta en todo 2014, aunque en la actualidad se ubica por encima de la inflación general. Se estima que al finalizar este año la inflación subyacente promedie 3.1% interanual, alcanzando un registro promedio de 3.8% interanual en 2015.

En la actualidad el balance de riesgos del pronóstico de inflación está sesgado a la baja. La caída sostenida de los precios del petróleo a nivel internacional desde el verano parecería estar sustentada en el comportamiento de sus determinantes fundamentales y no en acciones especulativas en el mercado. En este sentido, si los precios del petróleo permanecieran en niveles bajos en el mediano plazo, como sugieren las previsiones de los organismos internacionales, podrían reducirse las presiones de inflación de orden externo aún más de lo que se han reducido en 2014. En lo concerniente a las presiones domésticas, si bien es cierto que la actividad económica se ha expandido a un ritmo alto en 2014, este crecimiento se estaría moderando en 2015, con lo que la brecha del producto permanecería en niveles que no crearían presiones importantes sobre los precios.

POLÍTICA MONETARIA: METAS, INSTRUMENTOS E INDICADORES

Tomando en consideración que el BCRD opera su política monetaria bajo metas de inflación y que en este esquema los agregados monetarios son variables indicativas, se presenta a continuación la senda esperada para estas variables. Para 2015, las proyecciones señalan que el crecimiento de la Base Monetaria Restringida (BMR), consistente con la meta de inflación de $4.0\% \pm 1.0\%$ interanual, sería de aproximadamente 11.8%, ligeramente por encima de la expansión proyectada del PIB nominal.



Fuente: BCRD

La expansión de la BMR estaría influenciada por el incremento en las Reservas Internacionales Netas (RIN) de US\$427.2 millones durante el 2015. En este sentido, las RIN estarían alcanzando un saldo de US\$4,907.2 millones al cierre de año.

En estas proyecciones consideran unos ingresos por concepto del plan de Recapitalización del BCRD de 0.7% del PIB nominal estimado para 2015. 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 2015.

RESUMEN PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS CIFRAS PRELIMINARES 2014 - PROYECCIÓN 2015

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 2015

Variables	Proyección 2014	Proyección 2015
Sector Real:		
Crecimiento PIB Real	6.5%-7.0%	4.5%-5.0%
Tasa de Inflación, Fin de Período	3.2%	4.0% ± 1.0%
Tasa de Inflación, Promedio Anual	3.2%	4.0%
Sector Fiscal:		
Presión Tributaria	14.0%	14.1%
Ingresos Totales GC (Var. %)	8.2%	9.4%
Ingresos Tributarios GC (Var. %)	6.8%	9.8%
Gastos Totales GC (Var. %)	8.7%	7.1%
Balance SPNF como % PIB	-2.8%	-2.4%
Balance Cuasifiscal como % PIB	-1.4%	-1.4%
Balance SP Consolidado como % PIB	-4.2%	-3.8%
Sector Externo:		
Balance Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos como % PIB	-3.5%	-2.3% - 2.5%
Exportaciones Totales (Var. %)	6.1%	4.6%
Importaciones Totales (Var. %)	4.4%	2.0%
Factura Petrolera (MM US\$)	4,029.2	3,272.2
Inversión Extranjera Directa (MM US\$)	2,555.2	2,663.8
Resultado Global de la Balanza de Pagos	-682.3	-553.1
Sector Monetario:		
Reservas Internacionales Netas (MM US\$)	4,480.0	4,907.2
Base Monetaria Restringida (Var. Interanual)	7.4%	11.8%
Préstamos al Sector Privado en M/N (Var. Interanual)	13.0%-15.0%	10.0%-12.0%