

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA
Resumen Ejecutivo del Programa Monetario del Banco Central 2012

1. INTRODUCCIÓN

a. Un Programa Monetario Bajo Metas de Inflación

A partir de 2012, el Banco Central de la República Dominicana (BCRD) adoptará formalmente un esquema de política monetaria basado en metas de inflación (EMI). Bajo este nuevo esquema el objetivo central es la inflación y el ancla nominal pasa a ser la meta explícita de inflación anunciada por el BCRD. En este contexto, la formación de expectativas de inflación de los agentes adquiere mayor importancia, ya que consideran en sus decisiones el compromiso que tiene el BC con mantener la inflación en el nivel anunciado.

El instrumento principal de política monetaria en el esquema EMI es una tasa de interés de referencia que señala a los agentes la postura del BCRD, permitiendo un traspaso al resto de las tasas de mercado y eventualmente, a las variables reales y a la inflación. El BCRD ha escogido como tasa de referencia la tasa Overnight o de Depósitos Remunerados de Corto Plazo.

Bajo el esquema EMI, el manejo oportuno de la política monetaria requiere del análisis de los pronósticos de las principales variables macroeconómicas, considerando que los efectos de las medidas tomadas por el BCRD se reflejarían con un rezago de tiempo sobre su objetivo final, la inflación. Es por esto que el Esquema de Metas de Inflación “mira hacia adelante”, es decir, actúa para prevenir posibles desvíos de la inflación con respecto a su meta.

En los países que han adoptado el esquema de metas explícitas de inflación, la evidencia indica que el régimen ha sido efectivo al lograr una reducción en el nivel y la volatilidad de la inflación, así como una menor volatilidad en el crecimiento del Producto Interno Bruto. Adicionalmente, se han logrado anclar las expectativas de inflación a las metas anunciadas.

En una estrategia de Metas de Inflación, el Programa Monetario está basado en un modelo de consistencia macroeconómica que contiene el comportamiento proyectado de las principales variables del sector monetario, fiscal, real y externo en función del cumplimiento de la meta de inflación. Este modelo permite una evaluación del impacto de las medidas de política monetaria sobre los demás sectores de la economía, estableciendo de manera comprehensiva los mecanismos de transmisión de la política monetaria y sus rezagos de tiempo.

Específicamente, en un *Programa Monetario bajo el Esquema de Metas de Inflación* los agregados monetarios, en lugar de ser metas intermedias, se convierten en variables indicativas o de seguimiento en el proceso de toma de decisiones.

b. La inflación convergería a la meta en el primer trimestre de 2012

Durante el año 2011, el mantenimiento de una postura de política monetaria neutral ha permitido enfrentar con éxito las fuertes presiones de inflación que afectaron la economía dominicana durante el año. En este sentido, los ajustes a bienes y servicios regulados, así como mayores precios de petróleo y alimentos a nivel internacional se conjugaron para mantener por encima de la meta la inflación interanual. Sin embargo, a partir del mes de septiembre, la inflación ha venido moderándose, y se espera que al final del año se sitúe en niveles cercanos a 8.0%.

Para el año 2012, se mantiene la incertidumbre en torno a la evolución de la economía mundial. Por un lado, las economías desarrolladas avanzarían de forma lenta a medida que se profundizan los procesos de consolidación fiscal y se encaminan a una solución de los problemas de deuda. Las economías emergentes y en desarrollo, por otra parte, seguirían siendo el motor del crecimiento económico mundial, aunque a un ritmo más lento al observado en 2011, en la medida en que se vean afectadas, por la lenta recuperación económica de las economías desarrolladas.

En el plano doméstico, las proyecciones señalan que la actividad económica continuará por debajo de su nivel potencial durante todo 2012, con un crecimiento del PIB real en torno a 4.5%-5.0%. Esto, junto con el desvanecimiento del efecto de los aumentos de tarifa eléctrica, hidrocarburos y salarios mínimos, estarían incidiendo para que continúe la senda reciente de moderación en los niveles de inflación. En este contexto el Programa Monetario contempla que la inflación estaría convergiendo a su meta de 5.5% +/-1.0% durante el primer semestre de 2012.

El Programa Monetario del Banco Central 2012 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.

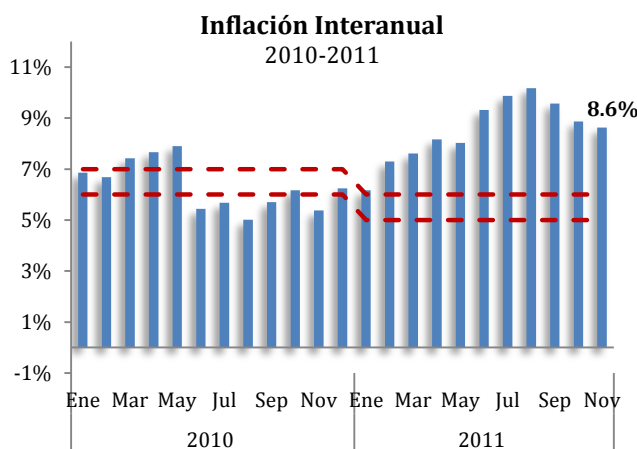
RESULTADOS MACROECONÓMICOS PRELIMINARES 2011

El panorama externo en 2011 se ha caracterizado por el bajo dinamismo de la actividad en las economías avanzadas, alto desempleo y dificultades financieras, lo que motivó la adopción de política monetaria más expansiva. La flexibilización monetaria ha adquirido un matiz poco ortodoxo, con la ampliación de las hojas de balance de los bancos centrales (ej. Operación Twist de la FED) y el uso de otros instrumentos no convencionales. Por el contrario, las economías emergentes y en desarrollo mantienen un desempeño notable, con altas tasas de crecimiento económico, que han servido de sustento a la actividad mundial. En estos países, la política monetaria ha adquirido una postura neutral, con el objetivo de enfrentar las presiones inflacionarias originadas en el dinamismo de la actividad doméstica.

La mayor incertidumbre en los mercados financieros ha afectado la evolución de los precios de bienes básicos, los cuales han mostrado un comportamiento volátil y mayormente ascendente. En el caso específico del petróleo y el oro, que además de su condición de bienes básicos de consumo fungen como depósitos de valor para los inversionistas en épocas de alta volatilidad, las alzas de precio han sido más marcadas.

A nivel doméstico, en los primeros tres trimestres de 2011 la economía se expandió a una tasa de 4.2%, mostrando un mayor dinamismo en el tercer trimestre al incrementarse a una tasa de 4.5%. Sin embargo, estos niveles de crecimiento se encuentran por debajo de la capacidad potencial de la economía, generando una brecha negativa y contribuyendo a atenuar las presiones inflacionarias exógenas. En efecto, el crecimiento de la economía durante 2011 ha estado por debajo de lo registrado en 2010, como consecuencia de la aplicación de una combinación de política monetaria y fiscal más neutrales.

La desaceleración de la actividad económica estuvo acompañada por fuertes presiones de inflación a lo largo del año. De hecho, los ajustes realizados en la tarifa de bienes y servicios regulados (hidrocarburos, tarifa eléctrica y salarios), así como los efectos ocasionados por la tormenta Irene, unidos a las alzas en los precios internacionales de los bienes básicos (principalmente petróleo y alimentos) mantuvieron la inflación elevada durante todo 2011. Sin embargo, a pesar de que la tasa de inflación interanual se mantuvo en todo momento por encima de la meta (8.6% en noviembre), la inflación mensual tuvo un comportamiento muy vinculado al momento en que se recibían los choques, los cuales, han sido de carácter temporal y su efecto ya empieza a disiparse. Se estima que al cierre del año la inflación se ubicará en torno a 8.0%, mientras que la inflación subyacente se ubicaría en 5.5%.



Fuente: BCRD.

Las exportaciones netas han mostrado un desempeño positivo durante 2011, apoyadas en un incremento de 23.8% de las exportaciones en enero-septiembre y en una moderación en las importaciones no petroleras. Estos factores y el aumento esperado en las exportaciones de minerales (oro y níquel) permitirían una disminución del déficit de cuenta corriente, que pasaría de aproximadamente 8.0% en 2011 a 5.5% en el próximo año.

En los primeros trimestres de 2011 se profundizó el proceso de consolidación fiscal, al implementarse un recorte de 12.0% en el gasto público no social, además de un ajuste tributario que incluía la introducción de un impuesto a activos productivos de instituciones financieras. A pesar de un incremento de 8.0% en la tarifa eléctrica en junio, los mayores precios del petróleo durante el primer semestre y los daños en la generación eléctrica ocasionadas por el paso de la tormenta Irene en el mes de agosto, han provocado un aumento interanual del 70.0% en las transferencias corrientes al sector eléctrico hasta el mes de septiembre.

El BCRD retomó el retiro del estímulo monetario con incrementos en la TPM realizados entre marzo y mayo que dejaron la tasa Overnight en 6.75%. Entre los meses de junio y noviembre, sin embargo, el BCRD mantuvo invariable el corredor de tasas de interés, específicamente en 6.75% la tasa de depósitos remunerados de corto plazo (Overnight) y en 9.50% la tasa de la ventanilla Lombarda.

Al mismo tiempo, para reforzar los mecanismos de transmisión, las autoridades monetarias continuaron administrando la liquidez del sistema financiero mediante la realización de operaciones de mercado abierto (colocación de títulos del BCRD).

Las disposiciones de política monetaria se tradujeron en aumentos de las tasas de interés nominal y real del mercado, lo que a su vez dio como resultado una desaceleración en el ritmo de expansión del crédito al sector privado en moneda nacional. Los agregados monetarios, también moderaron sus tasas de crecimiento como reflejo de las condiciones monetarias más estrechas.

En el mes de noviembre, vinculado a la estrategia del Plan de Recapitalización que establece una reducción gradual del encaje legal, el Banco Central decidió disminuir el encaje legal al sistema financiero en vista de que la demanda de dinero asociada al período navideño absorbería este incremento de la liquidez. Asimismo, en su reunión de Política Monetaria de ese mes decidió reducir la tasa lombarda (con efectividad en diciembre), con el objetivo de continuar estrechando el corredor de tasas de política.

ENTORNO INTERNACIONAL 2012

Las condiciones del entorno externo relevante para la República Dominicana presentan un panorama de mayor incertidumbre, influido, principalmente, por una recuperación de Estados Unidos más lenta de lo previsto, la agudización de la crisis de deuda en la Zona Euro y la mayor volatilidad en los mercados internacionales.

Estos factores han incidido en una moderación sensible de la actividad económica mundial y una perspectiva de recuperación más gradual en el mediano plazo. En este sentido, se espera una expansión de la actividad económica a nivel global de 4.0% tanto para 2011 como para 2012. El menor ritmo de crecimiento de las economías desarrolladas ha afectado, por medio del canal del comercio, el dinamismo que venían mostrando desde 2010 las economías emergentes. No obstante, estos países continuarían siendo el motor del crecimiento mundial, al expandirse a tasas superiores al 6.0% en 2011 y 2012.

Para Estados Unidos, las expectativas de desempeño continúan siendo conservadoras. A pesar de haber experimentado una ligera reducción en los últimos meses, el desempleo se mantiene por encima de 9.0% y se estima que continuaría en niveles mayores al 8.5% para 2012 según proyecciones de la FED. El PIB de este país estaría incrementándose en 1.5% en 2011 y 1.8% en 2012, significativamente por debajo de su capacidad potencial.

Por otro lado, si bien mantuvieron un comportamiento creciente a inicios de 2011, la evolución de los precios de los bienes primarios ha tendido a moderarse en los meses recientes. De mantenerse esta tendencia, se estima que el precio del crudo cerraría el año 2011 en torno a US\$95.70 y aumentaría ligeramente en el 2012 alcanzando aproximadamente los US\$101.00 por barril.

Cabe mencionar, que los precios del oro se han mantenido históricamente elevados al fungir como refugio de valor de los inversionistas en un contexto de incertidumbre. Se prevé que este comportamiento se mantenga hasta finales de 2012, con un precio superior a los US\$1,700.00 la onza troy.

Perspectivas Variables Externas

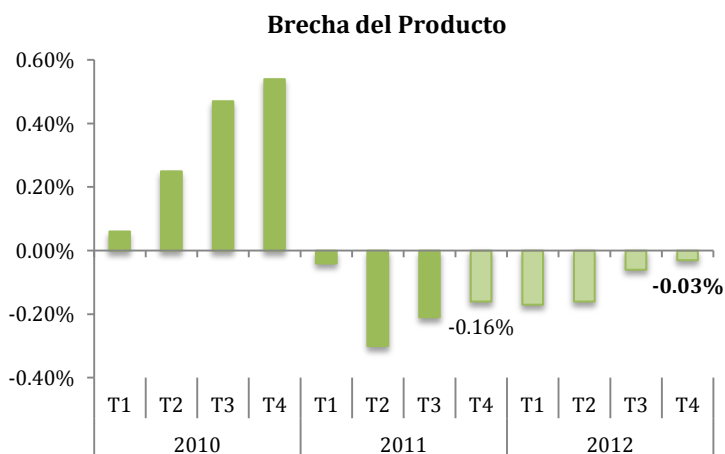
Variables	2010	2011	2012
PIB Economía Mundial (Crecimiento)	5.0%	4.0%	4.0%
PIB Real USA (Crecimiento)	2.6%	1.5%	1.8%
PIB Zona Euro (Crecimiento)	1.8%	1.6%	1.1%
PIB América Latina (Crecimiento)	6.1%	4.5%	4.0%
Precio Petróleo (US\$ por Barril)	79.0	100.0	100.0
Precio Oro (US\$ por Onza Troy)	1,393.0	1,640.0	1,641.2

Fuente: BCRD

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS PARA LA REPÚBLICA DOMINICANA EN 2012

La implementación de una política monetaria más cauta ha provocado un aumento en las tasas de interés del mercado. Las mayores tasas de interés han contribuido, a su vez, a que continúe la moderación en el crecimiento de los préstamos al sector privado y que los agregados monetarios crezcan a tasas más sostenibles. De mantenerse esta tendencia, los préstamos al sector privado en moneda nacional cerrarían el 2011 con una expansión en el rango de 13.0%-15.0% y el año 2012 crecerían aproximadamente 10.0%-15.0%, tasas cercanas al crecimiento del PIB nominal.

Las condiciones monetarias menos expansivas, junto a la aplicación de recortes en el gasto público no social, la implementación de medidas fiscales y el deterioro del entorno internacional relevante, han generado una desaceleración en el dinamismo de la actividad económica, lo que ha provocado que se cierre la brecha positiva del producto que se había observado en 2010. Las proyecciones señalan a un crecimiento de 4.5% para el cierre de 2011, mientras que para 2012 se estima una ligera mejoría en el incremento del PIB, al ubicarse en el rango de 4.5%-5.0% convergiendo a su nivel de producción potencial. Este mayor crecimiento económico estaría sustentado en mayores exportaciones netas y expansiones moderadas en el consumo y la inversión.

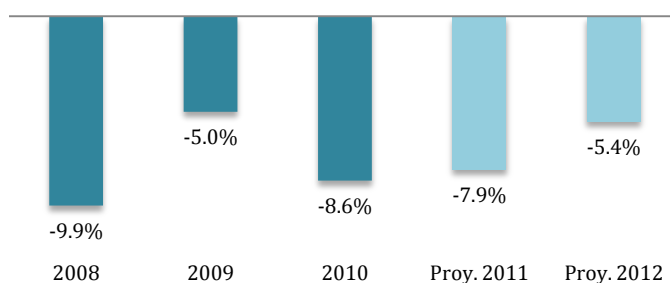


Fuente: BCRD

Con respecto a los indicadores del sector externo, la recuperación de las exportaciones netas y las perspectivas de mejores términos de intercambio permitirían una reducción de aproximadamente 3 puntos porcentuales del PIB en la cuenta corriente, al proyectarse un déficit en torno a 5.5% para

2012, desde un aproximado de 8.0% en 2011. El mejor desempeño de exportaciones netas estará sustentado en el inicio de las exportaciones de oro y un aumento de las exportaciones de níquel. Adicionalmente, se observan perspectivas positivas para los ingresos por turismo que se incrementarían en 3.5% y 5.7% en 2011 y 2012, respectivamente; al tiempo que las remesas crecerían por encima del 6.0% en ambos períodos.

Balance de la Cuenta Corriente
(% del PIB)



Fuente: BCRD

En lo concerniente a la política fiscal, para 2012 se contempla en el Presupuesto de la Nación una caída del déficit del gobierno central que quedaría en torno a 0.9% del PIB. Asimismo, en dicho Plan Anual para 2012 se estima que los ingresos totales ascenderían a RD\$346,788.5 millones, mientras que los gastos totales se ubicarían en RD\$374,182.6 millones.

Con respecto a la actividad económica, los riesgos se encuentran sesgados a la baja. El principal factor de riesgo se vincula con el desempeño previsto de la economía estadounidense. Adicionalmente, un mayor deterioro de situación económica en Europa provocaría mayor incertidumbre en los mercados internacionales y el endurecimiento de los flujos de capital hacia economías emergentes. Por último, las perspectivas del precio internacional del níquel son negativas, lo que podría traducirse en una situación menos favorable de la cuenta corriente.

Perspectivas Variables Domésticas

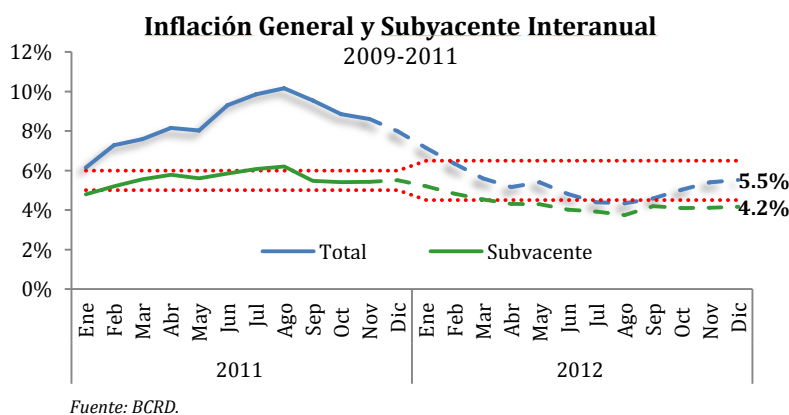
Variables	2010	2011	2012
PIB Real (Crecimiento)	7.8%	4.5%	4.5-5.0%
Inflación a Diciembre	6.2%	8.0-8.5%	5.5% +/- 1.0%
Cuenta Corriente (% del PIB)	-8.6%	-7.9%	-5.4%
Balance Fiscal (% del PIB)	-2.5%	-2.0-2.2%	-0.9%

Fuente: BCRD

PROYECCIONES Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Las proyecciones y las expectativas de los agentes económicos señalan que la inflación estaría convergiendo a la meta en los primeros meses de 2012, siempre que se mantengan disminuidas las presiones inflacionarias externas.

La reversión en las presiones inflacionarias que se ha observado en los meses recientes deberá continuar en los últimos meses de este año y en el inicio del próximo, provocando que retorne a su meta para el primer trimestre de 2012. La perspectiva de convergencia de la inflación está apoyada en que el efecto del aumento de ciertos precios regulados se ha disipado y las perspectivas de precios internacionales del petróleo y los alimentos se mantienen moderadas. De acuerdo a los modelos econométricos con que cuenta el BCRD, se estima que la inflación estaría cerrando el 2011 en el rango de 8.0%-8.5%, mientras que en 2012 se ubicaría durante la mayor parte del año dentro del rango meta de 5.5% +/-1.0%, para finalizar cerca del límite inferior.



De igual forma, la inflación subyacente mantendría su reciente tendencia a la baja, en la medida en que la actividad económica se encuentre creciendo por debajo de su potencial. Este comportamiento permitiría que la inflación subyacente se ubicara ligeramente por encima de 5.0% en 2011 y alrededor de 4.5% para el cierre de 2012, por debajo de su promedio histórico.

Por otra parte, las expectativas de los agentes económicos sugieren que los choques que ha sufrido la inflación durante el año son de carácter temporal. En este sentido, los agentes esperan que la inflación esté cerrando 2011 en 8.4%, mientras que convergería a la meta en los primeros meses de 2012 para cerrar el año en torno a 6.1%.

En lo concerniente a la inflación, el balance de riesgos para 2012 está sesgado al alza. Por una parte, el escenario central considera precios del petróleo ligeramente superiores a los prevalecientes en 2011. Sin embargo, alzas más pronunciadas en esta materia prima alterarían de manera importante el comportamiento de la inflación, por sus efectos directos el costo de transporte y la energía, así como por los efectos de segunda vuelta sobre los precios de los demás bienes. Adicionalmente, al ser 2012 un año electoral, el comportamiento de la política fiscal constituye un elemento de riesgo adicional, pudiendo verificarse un mayor dinamismo del gasto público en el primer semestre del año.

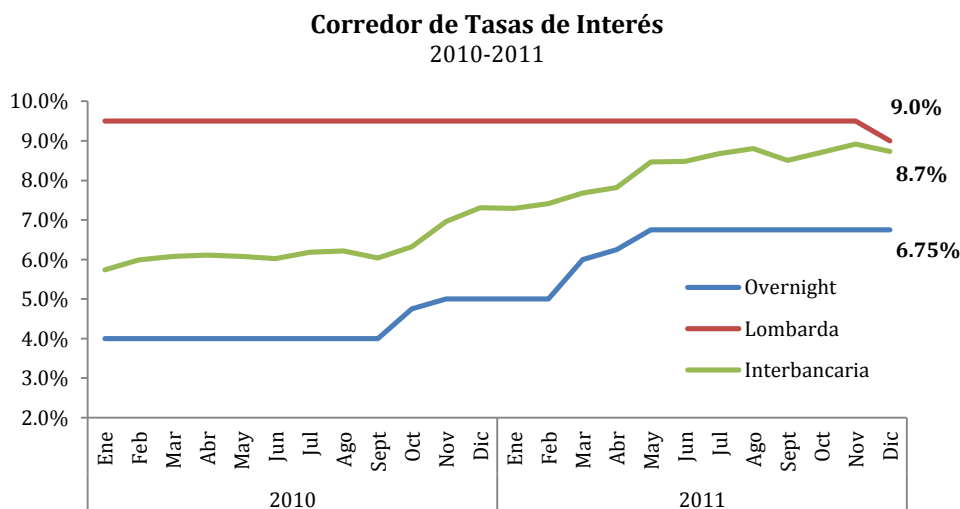
ESQUEMA DE POLÍTICA MONETARIA: METAS, INSTRUMENTOS E INDICADORES

A partir de 2012, el BCRD adoptará formalmente un esquema de política monetaria basado en metas de inflación. Un esquema de metas de inflación (EMI) constituye una estrategia que tiene como particularidad la publicación oficial de metas cuantitativas de tasa de inflación, contemplando un horizonte temporal. Bajo este nuevo esquema el objetivo central es la inflación y el ancla nominal pasa a ser la meta explícita de inflación anunciada por el BC. En este contexto, la formación de expectativas de inflación de los agentes adquiere mayor importancia, quienes consideran en sus decisiones el compromiso que tiene el BC con mantener la inflación en el nivel anunciado.

La decisión de adoptar un nuevo esquema de política monetaria obedece principalmente al deterioro de la relación que se había observado entre cantidad de dinero e inflación, originado en las innovaciones financieras y la formación de mercados más eficientes y competitivos.

El instrumento principal de política en el esquema EMI es una tasa de interés de referencia que señala a esos agentes la postura del BC, permitiendo un traspaso al resto de las tasas de mercado y eventualmente, a las variables reales. En ese sentido, la EMI “mira hacia adelante”, contrario a las estrategias tradicionales que toman en cuenta de forma preeminente la historia pasada en el proceso de toma de decisiones.

Entre sus instrumentos de política, el BCRD cuenta con un corredor de tasas de interés que hace las veces de sistema de señal de la postura de política monetaria. Este corredor tiene como piso la tasa de depósitos remunerados de corto plazo (Overnight o TPM) y como techo, la tasa lombarda que pagan las entidades financieras por acceder a la ventanilla de liquidez.



Fuente: BCRD.

Al final de cada mes, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA) se reúne para tomar decisiones sobre el corredor de tasas, basado en el análisis de las variables macroeconómicas relevantes y de sus perspectivas para el mediano y largo plazo. Las decisiones de política se informan al mercado mediante la publicación de un comunicado de política monetaria en la página web de la institución.

Las decisiones de mover el corredor de tasas en una dirección determinada tienen como objetivo incidir en el comportamiento de 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.

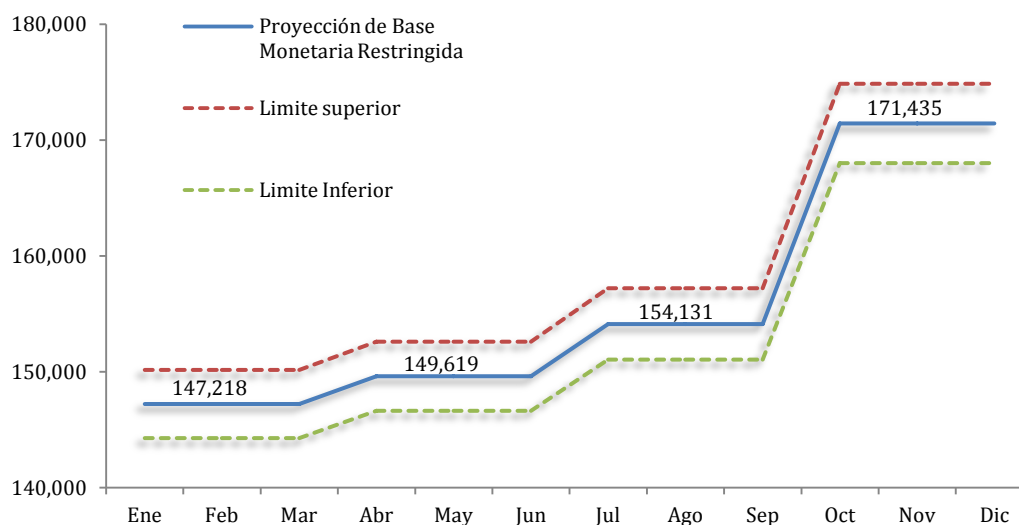
En este esquema de política monetaria, la evolución de los agregados monetario pasa a ser una de las variables indicativas, en lugar de ser las variables intermedias o de control, como eran en el antiguo esquema de metas de agregados monetarios.

Tomando esto en consideración, para 2012, el comportamiento de la Base Monetaria Restringida contemplado en el Programa Monetario, consistente con la meta de inflación de 5.5% +/- 1.0%, es de un crecimiento interanual en torno a 11.0%, muy similar a la expansión proyectada del PIB nominal. La Base Monetaria Restringida estaría presentando el siguiente esquema:

Cifras en Millones de RD\$

Variable	Mar 2012	Jun 2012	Sep 2012	Dic 2012
Fuente de la Base Monetaria Restringida	147,218	149,619	154,131	171,435
Reservas Internacionales Netas (En M/N)	118,238	122,908	127,620	146,624
Activo Doméstico Neto	28,981	26,711	26,511	24,811
Uso de la Base Monetaria Restringida	147,218	149,619	154,131	171,435
Billetes Emitidos	71,635	73,236	74,332	87,578
Dinero en Circulación	59,388	60,624	61,104	71,955
Efectivo en Caja de los Bancos	12,323	12,688	13,303	15,698
Depósitos a la Vista de los Bancos en M/N	75,583	76,383	79,799	83,858

Proyección de Base Monetaria Restringida
2012



Fuente: BCRD.

El comportamiento de la Base Monetaria está condicionado por una acumulación de US\$300.0 millones en las Reservas Internacionales Netas Consolidadas. La acumulación contemplada en el Programa Monetario sería de acuerdo al siguiente patrón:

Cifras en Millones de US\$

Variable	Mar 2012	Jun 2012	Sep 2012	Dic 2012
Patrón Acumulación RINC	-350	100	100	450
Nivel RINC	1,965	2,065	2,165	2,615
Meta Anual Acumulada				300

Consecuentemente, los activos domésticos netos, que expresan la diferencia entre la base monetaria restringida y las reservas internacionales, estarían fluctuando en un rango entre RD\$70.0 y RD\$77.0 mil millones.

Por otro lado, para 2012 se estima que las transferencias del Plan de Recapitalización del BCRD totalicen RD\$23,834.2 millones. Tomando esto en consideración, el balance cuasifiscal estaría cerrando el año en torno a 1.1% del Producto Interno Bruto.

**RESUMEN PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
CIFRAS PRELIMINARES 2011 - PROYECCIÓN 2012**

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

Variable	2011 Estimación	Proyección 2012
Sector Real		
Crecimiento PIB Real	4.0% - 5.0%	4.5% - 5.0%
Inflación Fin de Período	7% - 8%	5% - 6%
Inflación Promedio	8.48%	5.31%
Crecimiento Deflactor del PIB	8.5%	6.0%
Sector Fiscal		
Var. % Ingresos Totales GC	13.4%	19.9%
Var. % Ingresos Tributarios GC	14.1%	18.3%
Var. % Gastos Totales GC	4.8%	14.5%
Var. % Gastos Corrientes GC	6.5%	8.6%
Var. % Gastos de Capital GC	-0.7%	35.4%
Balance del Sector Público No Financiero	-1.6% del PIB	-0.9% del PIB
Balance del Sector Público Consolidado	-2.8 % del PIB	-2.1% del PIB
Sector Externo		
Déficit en Cuenta Corriente de Balanza de Pagos	-7.9% del PIB	-5.4% del PIB
Var. % Exportaciones Nacionales	44.4%	47.0%
Var. % Importaciones Nacionales	12.8%	5.7%
Var. % Otras Importaciones	13.3%	9.3%
Factura Petrolera (MM US\$)	US\$4,594.8	US\$4,608.4
Inversión Extranjera Directa (MM US\$)	US\$2,371.1	US\$2,023.1
Reservas Internacionales		
Reservas Internacionales Brutas (MM US\$)	US\$3,982.0	US\$4,329.8
Reservas Internacionales Netas (MM US\$)	US\$3,302.3	US\$3,602.3
Reservas Internacionales Netas Consolidadas (MM US\$)	US\$2,315.0	US\$2,615.0
Sector Monetario		
Crecimiento Base Monetaria	6.6%	11.0%
Crecimiento Billetes Emitidos	6.6%	11.1%
Crecimiento Depósitos a la Vista en M/N	6.6%	10.9%
Crecimiento Crédito al Sector Privado en M/N	17.4%	11.6%
Crecimiento Préstamos al Sector Privado en M/N (Armonizados)	13.9%	11.6%
Déficit Cuasifiscal del Banco Central	-1.2% del PIB	-1.1% del PIB

*Estimaciones y proyecciones elaboradas con cifras disponibles al mes de noviembre 2011.