



# Informe de Política Monetaria

Mayo 2019



**BANCO CENTRAL**  
REPÚBLICA DOMINICANA





**BANCO CENTRAL**  
REPÚBLICA DOMINICANA

# **Informe de Política Monetaria**

**Mayo 2019**

Elaborado por el  
Departamento de Programación  
Monetaria y Estudios Económicos del  
Banco Central de la República Dominicana  
ISSN 2226-5201

Banco Central de la República Dominicana. Departamento de Programación Monetaria y Estudios Económicos.  
Informe de Política Monetaria /Elaborado por la Subdirección de Política Monetaria del Departamento de Programación Monetaria y Estudios Económicos del Banco Central de la República Dominicana. –  
Santo Domingo: Banco Central de la República Dominicana, 2011-  
v-  
Semestral  
ISSN impreso 2226-0889  
ISSN en línea 2226-5201

1. Política monetaria – República Dominicana

© Mayo 2019

Publicaciones del Banco Central de la República Dominicana

Impresión:

Subdirección de Impresos y Publicaciones  
Banco Central de la República Dominicana  
Av. Pedro Henríquez Ureña esq. calle Leopoldo Navarro  
Santo Domingo de Guzmán, D. N., República Dominicana

Impreso en la República Dominicana  
Printed in the Dominican Republic

El análisis y las proyecciones contenidos en este informe fueron elaborados con cifras disponibles al 31 de mayo de 2019. Algunas de estas informaciones son de carácter preliminar.

Prohibida la reproducción parcial o total de esta obra,  
sin la debida autorización del Departamento de Programación  
Monetaria y Estudios Económicos



# Conducción de la Política Monetaria en República Dominicana

## Objetivo

El principal objetivo de la política monetaria del Banco Central de la República Dominicana (BCRD) es la estabilidad de precios, según lo establece la Ley Monetaria y Financiera 183-02 y la Constitución Dominicana.

## Esquema de Política Monetaria

El BCRD utiliza un Esquema de Metas de Inflación (EMI) como estrategia de política monetaria. La adopción de un EMI implica un fuerte compromiso por parte de las autoridades monetarias en alcanzar una meta explícita de tasa de inflación, dentro de un horizonte de política específico.

- Meta de Inflación: Desde el año 2015, y como medida de largo plazo, se ha establecido una meta de 4.0%, con un rango de tolerancia de  $\pm 1.0\%$ , definida en función de la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC).
- Instrumento de Política Monetaria: El BCRD utiliza una Tasa de Política Monetaria (TPM) como tasa de referencia para las operaciones de expansión y contracción al plazo de un día hábil. Para afectar el nivel de la tasa de interés interbancaria, el BCRD realiza intervenciones diarias que resultan de la subasta de Letras del BCRD y/o Reportos (REPOS) a un día, con rendimientos equivalentes a la TPM  $\pm 150$  puntos básicos.

## Proceso de Toma de Decisiones

Las decisiones respecto al nivel de la TPM y su corredor son tomadas por el Gobernador del Banco Central y los miembros del Comité de Operaciones de Mercado Abierto (COMA), en la Reunión de Política Monetaria celebrada en la última semana de cada mes. En estas reuniones, los participantes analizan el balance de riesgos en torno a los pronósticos de inflación, la evolución de los principales indicadores macroeconómicos nacionales, el entorno internacional relevante para la economía dominicana, las expectativas del mercado y las proyecciones de ese conjunto de variables. Luego de considerar todas las informaciones disponibles, se genera un debate sobre la postura de política monetaria que procura el cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de política (18 a 24 meses) y se toma una decisión sobre la TPM.

## Política de Comunicación

Al final de cada Reunión de Política Monetaria, el BCRD emite un comunicado de prensa, en el cual informa al público la decisión adoptada y expone los principales argumentos que la apoyan. Adicionalmente, el BCRD publica semestralmente el Informe de Política Monetaria (IPoM), que contiene un análisis detallado de las condiciones externas e internas observadas durante este período y las proyecciones de las variables macroeconómicas más importantes con un balance de riesgos sobre el nivel de precios y el crecimiento económico.





# Contenido

---

<b>I. Resumen Ejecutivo.....</b>	<b>9</b>
<b>II. Entorno Internacional.....</b>	<b>11</b>
II.A. Estados Unidos de América (EUA).....	11
II.B. Zona Euro (ZE).....	12
II.C. América Latina (AL).....	13
II.D. Precios de Petróleo y Materias Primas.....	14
<b>III. Entorno Doméstico.....</b>	<b>19</b>
III.A. Evolución de la Actividad Económica.....	19
III.B. Condiciones del Sector Externo.....	20
III.C. Política Fiscal.....	21
III.D. Evolución de los Precios.....	21
III.E. Expectativas de Mercado.....	22
<b>IV. Implementación de la Política Monetaria.....</b>	<b>29</b>
IV.A. Medidas Recientes y Resultados .....	29
<b>V. Perspectivas Macroeconómicas y Balance de Riesgos.....</b>	<b>39</b>
V.A. Perspectivas del Entorno Internacional.....	39
V.B. Perspectivas del Entorno Doméstico.....	41
V.C. Perspectivas de Inflación Doméstica .....	42
V.D. Balance de Riesgos.....	42
<b>Referencias Bibliográficas.....</b>	<b>45</b>

## Lista de Recuadros

Recuadro 1: Curva de rendimiento y el ciclo económico.....	16
Recuadro 2: Analizando la política fiscal en República Dominicana: Una perspectiva desde el indicador de impulso fiscal.....	24
Recuadro 3: Evolución de los Precios de Alimentos y Bebidas en Tiempos de Sequía.....	26
Recuadro 4: Reacción de la política monetaria a choques de oferta en República Dominicana.....	32
Recuadro 5: Determinantes de la Dolarización de los Depósitos y Valores en la República Dominicana.....	34
Recuadro 6: Análisis comparativo del efectivo en Centroamérica y República Dominicana.....	36





# I. Resumen Ejecutivo

---

Las condiciones económicas en el contexto internacional se tornaron menos favorables entre finales de 2018 y el primer trimestre de 2019, debido a una moderación de la demanda agregada más pronunciada de lo previsto. En las economías avanzadas, Estados Unidos de América (EUA) continuó liderando el crecimiento en 2018.

En efecto, el impulso en la actividad económica estadounidense ha continuado, con un crecimiento del primer trimestre de 2019 de 3.2% interanual, aunque existen algunas señales de una moderación en el mediano plazo. De esta forma, el mercado laboral continuó en condiciones de pleno empleo, a la vez que la inflación interanual repuntó a 2.0% en abril.

Por otro lado, la actividad económica de la Zona Euro (ZE) se desaceleró más de lo anticipado y el crecimiento del bloque se situó en 1.2% interanual para el primer trimestre de 2019. A la vez, las presiones inflacionarias permanecieron reducidas, motivadas principalmente por menores precios de energía. Sin embargo, las condiciones en el mercado laboral europeo se mantuvieron positivas y el desempleo se redujo hasta 7.6% en abril de 2019.

Este escenario de baja inflación y perspectivas de crecimiento más moderado en el mediano plazo motivó que la política monetaria de las economías avanzadas presentara un sesgo más expansivo de lo previsto, motivando a que la Fed no moviera la tasa de fondos federales en sus reuniones de 2019.

En las economías emergentes, la desaceleración estuvo influenciada principalmente por el menor volumen de comercio internacional y los conflictos geopolíticos particulares de algunos países. En el caso de América Latina (AL), la producción registró una expansión de 1.3% en 2018, en consonancia con el panorama dominante a nivel internacional. La dinámica del crecimiento fue heterogénea entre países, donde algunas economías con débiles fundamentos macroeconómicos permanecieron en recesión. Los demás países de la región registraron tasas de crecimiento positivas, si bien moderadas en la mayoría de países.

La evolución de los precios de las materias primas en los mercados internacionales estuvo marcada por la desaceleración de la actividad económica

mundial, unida a la persistencia de los conflictos comerciales. En particular, la cotización del crudo exhibió una senda alcista en los primeros meses de 2019, vinculado a restricciones de oferta. Así, el precio del petróleo se situó en torno a los US\$63 por barril en abril de 2019, moderándose en mayo hasta alrededor de US\$60 por barril.

En el entorno doméstico, la actividad económica mantuvo una evolución positiva, observándose una expansión del PIB real de 5.7% interanual en el primer trimestre de 2019. De esta forma, la economía muestra indicios de una convergencia gradual hacia el crecimiento potencial en el mediano plazo. A la vez, la tasa de desocupación promedio alcanzó 5.7% durante 2018, ubicándose por debajo de la media de AL.

El sector externo mantiene un desempeño favorable. El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se situó en 1.4% del PIB en 2018. La evolución positiva del balance de cuenta corriente ha estado influenciada por un notable dinamismo en las actividades generadoras de divisas, lo que ha contrarrestado el incremento de la factura petrolera. Asimismo, el proceso de consolidación de las finanzas públicas continuó en 2018.

En relación a los precios, la inflación mostró una tendencia a la baja en el último trimestre de 2018, respondiendo a factores tanto domésticos como externos que afectaron los precios de Transporte, Viviendas y Alimentos y Bebidas. Desde febrero de 2019, la inflación general se ha estado recuperando gradualmente, apoyada en una recuperación de los precios de estos grupos.

No obstante, continúa situándose debajo del rango meta. En efecto, la inflación alcanzó 1.31% interanual en mayo. Por su parte, la inflación subyacente se ubicó en 1.98% en igual período, influenciada por una desaceleración en el incremento de los precios de los servicios incluidos en este grupo.

En este contexto, la tasa de política monetaria se ha mantenido invariable desde su incremento en julio de 2018. A saber, las expectativas de inflación de mediano plazo de los agentes económicos se mantienen ancladas en torno al centro del rango meta de  $4.00 \pm 1.00\%$ , considerando la postura actual de política monetaria y las previsiones

sobre el curso de los distintos factores externos y domésticos que inciden sobre el nivel de precios.

Las perspectivas de crecimiento mundial de *Consensus Forecasts* han ido incorporando gradualmente la desaceleración de las principales economías, sugiriendo una expansión 2.8% para 2019 y 2.7% en 2020. Asimismo, se prevé que los precios del crudo se ubiquen por debajo de los valores observados en 2018.

En EUA, la actividad económica permanecería creciendo por encima de su potencial en 2019, registrando una expansión de 2.6% en 2019. En tanto, la ZE presentaría una ralentización más pronunciada, exhibiendo un crecimiento de 1.1% en 2019. Para AL, las proyecciones de crecimiento se reducen a 1.3% en 2019, considerando las perspectivas menos favorables para las economías de mayor tamaño como México y Brasil. Por igual, las condiciones se han deteriorado en aquellos países con vulnerabilidades importantes como Nicaragua, Argentina y Venezuela, los cuales continuarían en recesión en 2019.

En el entorno doméstico, las perspectivas para la actividad económica se mantienen favorables y continuarían sustentadas por el consumo y la inversión privada. Se espera que la reciente liberación de recursos de encaje legal contribuya a que la actividad económica continúe expandiéndose por encima del potencial con un crecimiento promedio en torno a 5.5% en 2019, mientras que en 2020 el crecimiento se situaría cercano a 5.0%.

De este modo, la inflación general se ubicaría en torno a 3.0% al cierre de 2019, retornando así al rango meta de 4.0%  $\pm$  1.0% en el último trimestre. Para 2020, se espera que la inflación se mantenga alrededor del centro del rango objetivo. La inflación subyacente se ubicaría en 2.23% en 2019, incrementando gradualmente hasta ubicarse dentro del rango meta en 2020, reflejando los efectos de una brecha de producto positiva.

#### Proyecciones Macroeconómicas BCRD

Variables	2018	2019*	2020*
PIB Real <sup>a</sup> (Crecimiento)	7.0%	5.5%	5.0%
Inflación <sup>a</sup> (Fin de Período)	1.2%	3.0%	4.0%
Precio Promedio WTI <sup>b</sup> (US\$ por Barril)	65.1	62.8	63.0
PIB Real USA <sup>c</sup> (Crecimiento)	2.9%	2.6%	1.9%
PIB Economía Mundial <sup>c</sup> (Crecimiento)	3.1%	2.8%	2.7%

\*Proyecciones

Fuente: a) BCRD, b) EIA, c) *Consensus Forecasts*



## II. Entorno Internacional

Las condiciones económicas globales se tornaron menos favorables entre finales de 2018 y el primer trimestre de 2019, debido a una moderación de la demanda agregada más pronunciada de lo previsto. La desaceleración fue más acentuada en las economías avanzadas, lo que, aunado a las bajas presiones inflacionarias, motivó que la política monetaria de sus bancos centrales adquiriera un sesgo más expansivo. En las economías emergentes, la desaceleración estuvo influenciada por el impacto de las disputas comerciales y situaciones particulares de algunos países, entre otros factores.

### II.A. Estados Unidos de América (EUA)

La economía estadounidense creció 2.9% en 2018, tasa superior a la exhibida en 2017, lo que contribuyó a que la brecha de producto permaneciera positiva. La evolución de la actividad económica en el transcurso de 2018 estuvo influenciada por una aceleración de la demanda privada y una recuperación del gasto y la inversión pública.

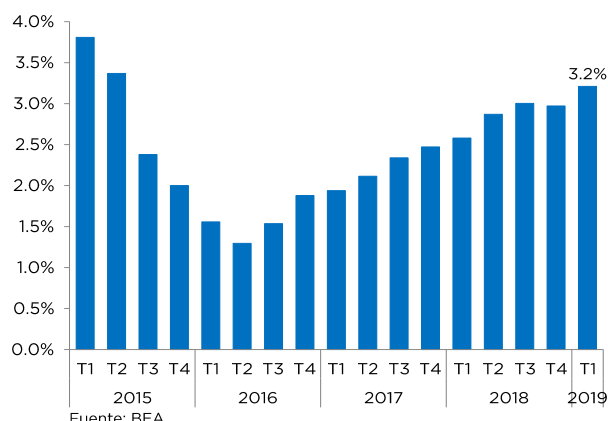
El impulso de la actividad económica continuó en el primer trimestre de 2019, alcanzando una tasa de 3.1% intertrimestral anualizado y 3.2% interanual, sorprendiendo al alza.

Conforme la actividad económica estadounidense se mantuvo en su fase expansiva, el mercado laboral continuó en condiciones de pleno empleo. Si bien el empleo experimentó temporalmente el impacto negativo del cierre parcial del gobierno y de condiciones climáticas adversas, la tasa de desempleo se situó en 3.6% al cierre de abril de 2019, manteniéndose en mínimos históricos.

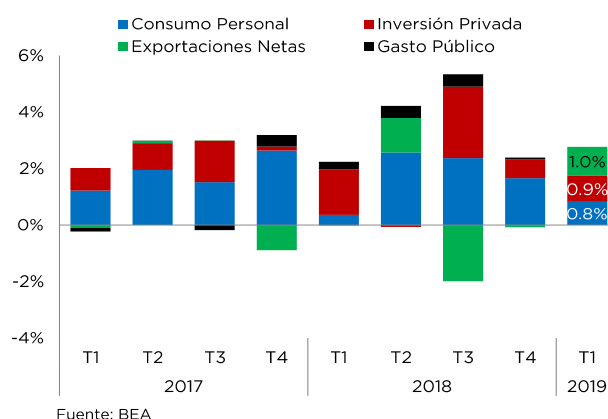
No obstante, algunos indicadores de coyuntura, sugieren una potencial desaceleración del crecimiento de EUA en el mediano plazo. Dentro de estos se encuentran el índice de confianza de los consumidores y el índice de producción industrial manufacturera, los cuales se han deteriorado en los últimos meses.

Bajo este contexto, las presiones inflacionarias se mantuvieron bajas. Luego de alcanzar 2.5% en octubre de 2018, la inflación interanual mantuvo una tendencia a la baja hasta febrero de 2019, explicada principalmente por menores precios energéticos. En los meses siguientes, la inflación repuntó, situándose la tasa interanual en 2.0%

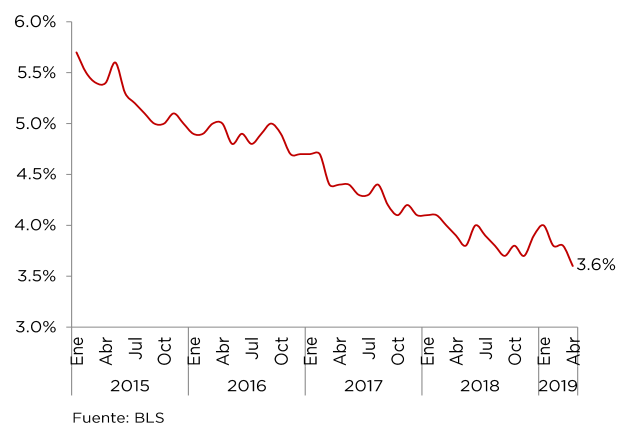
**Gráfico II.1**  
**EUA: PIB Real**  
Variación Interanual (En %)



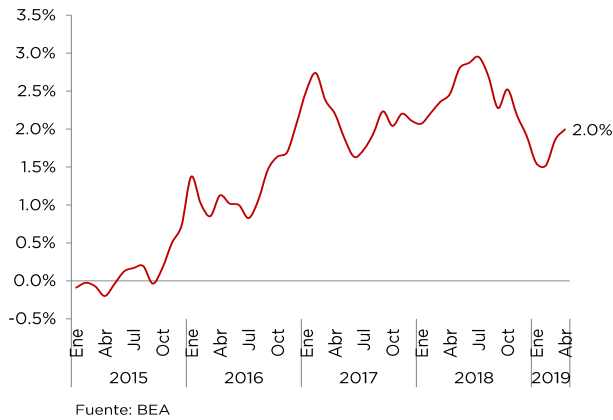
**Gráfico II.2**  
**EUA: Descomposición del Crecimiento**  
Variación Intertrimestral Anualizado (En %)



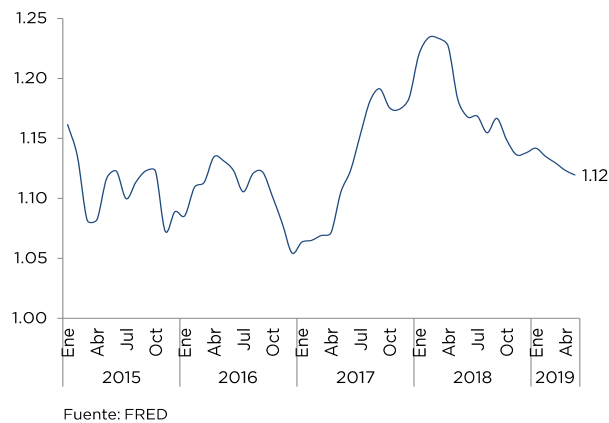
**Gráfico II.3**  
**EUA: Desempleo**  
(En %)



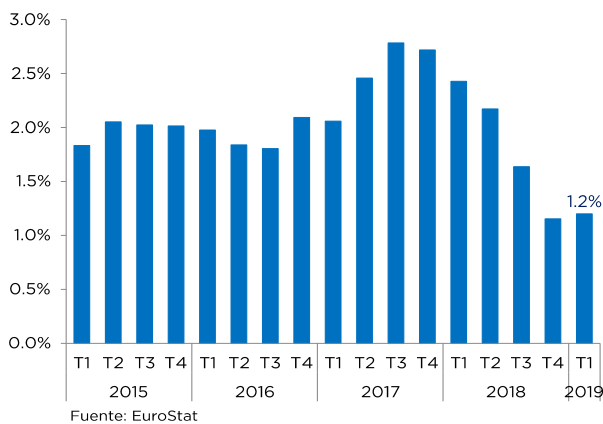
**Gráfico II.4**  
**EUA: Inflación Interanual**  
(En %)



**Gráfico II.5**  
**EUA: Eurodólar**  
(Dólar por Euro)



**Gráfico II.6**  
**ZE: PIB Real**  
Variación Interanual (En %)



en abril. Mientras, el índice de precios de gasto de consumo personal, excluyendo alimentos y energía, mantuvo una tendencia decreciente en el primer trimestre de 2019 y alcanzó 1.6% en abril.

Ante un escenario de baja inflación e incertidumbre en torno a las disputas comerciales, la Fed otorgó un sesgo más expansivo de lo previsto a su política monetaria. En este sentido, tras incrementar la tasa de interés de fondos federales en 25 puntos básicos en diciembre de 2018, hasta situarla en el rango de 2.25-2.50%, la autoridad monetaria indicó a principios de 2019 que sería más paciente para continuar con la normalización de su política monetaria. Más aún, los analistas económicos internacionales esperan una reducción de la tasa de interés para finales de este año. Adicionalmente, la Fed redujo la tasa de interés para los excesos de reservas hasta 2.35%.

El contexto menos optimista respecto al ritmo de expansión de la actividad económica se reflejó en los rendimientos de los bonos del Tesoro. En efecto, la pendiente de la curva de rendimientos entre los plazos de 3 meses y 10 años se invirtió temporalmente en marzo, comportamiento que suele anticipar recesiones en el mediano plazo (ver Recuadro 1). A pesar de lo ocurrido con la curva de rendimientos de los bonos del Tesoro y ciertas debilidades de la economía, el dólar estadounidense continuó apreciándose en los mercados internacionales, principalmente por un deterioro más marcado de las perspectivas para el resto de economías avanzadas.

## II.B. Zona Euro (ZE)

En 2018, la actividad económica de la ZE se desaceleró más de lo anticipado, alcanzando una expansión de 1.9% interanual. La ralentización de la Eurozona estuvo influenciada por un menor volumen de comercio internacional y la incertidumbre en torno a los acuerdos comerciales entre las grandes economías, incluyendo los términos del *Brexit*. Estos factores incidieron en un crecimiento más lento de las exportaciones, lo cual, junto a un menor dinamismo en la demanda interna, afectó la inversión en la región. En el primer trimestre de 2019, el crecimiento del bloque continuó moderado, situándose en 1.2% interanual.

De manera particular, se observaron condiciones macroeconómicas más débiles en las principales economías de la ZE. Por un lado, la expansión



se moderó de forma pronunciada en Alemania y Francia. En el caso de Alemania, la caída de las exportaciones industriales afectó la producción industrial, especialmente en el sector de automóviles. Mientras, las recurrentes manifestaciones sociales en Francia impactaron negativamente el consumo privado. Por otro lado, Italia registró una recesión transitoria y se convirtió en la economía de menor crecimiento de la región, en un entorno de conflictos políticos que deterioró la producción industrial exportadora, uno de los ejes centrales de la economía.

A pesar de la desaceleración económica, las condiciones en el mercado laboral europeo se mantuvieron positivas, de modo que la tasa de desempleo se redujo hasta 7.6% en abril de 2019. La inflación, a su vez, presentó una tendencia a la baja desde noviembre de 2018 hasta marzo de 2019, lo que se explicó por menores precios de alimentos y energía. No obstante, la inflación se recuperó en abril hasta situarse en 1.7% interanual.

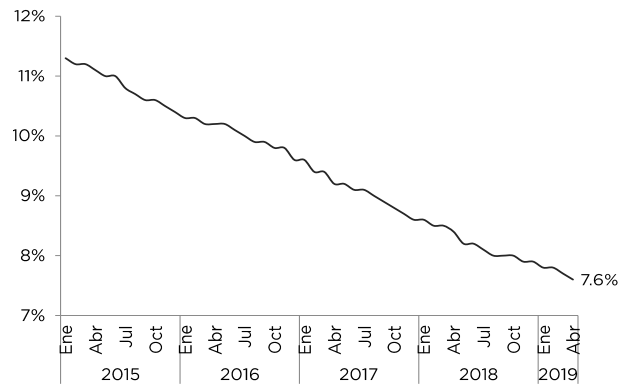
La ralentización del crecimiento y la inflación motivó al Banco Central Europeo (BCE) a asumir una postura de política monetaria más flexible, combinando las bajas tasas de interés con la implementación de medidas no convencionales. En relación a este último, el BCE anunció un nuevo programa de operaciones de refinanciamiento a largo plazo, con el objetivo de proveer liquidez al mercado y estimular la canalización del crédito. Asimismo, la autoridad monetaria indicó que la tasa de interés de referencia se mantendría sin cambios por lo menos hasta finales de 2019.

## II.C. América Latina (AL)

El crecimiento económico en AL se desaceleró, en consonancia con el panorama dominante a nivel internacional e influenciada por problemas socio-políticos en algunas de sus economías. En efecto, la región se expandió 1.3% en 2018, sin embargo, la dinámica del crecimiento fue heterogénea entre países.

En particular, Argentina, Nicaragua y Venezuela enfrentan condiciones recesivas que afectaron el desempeño de la región. En Argentina, la actividad económica se contrajo a finales de 2018, a la vez que la inflación y las presiones cambiarias continuaron elevadas. Al mismo tiempo, las condiciones económicas en Nicaragua se deterioraron a partir del segundo semestre de 2018 conforme la crisis política

**Gráfico II.7**  
**ZE: Desempleo**  
(En %)



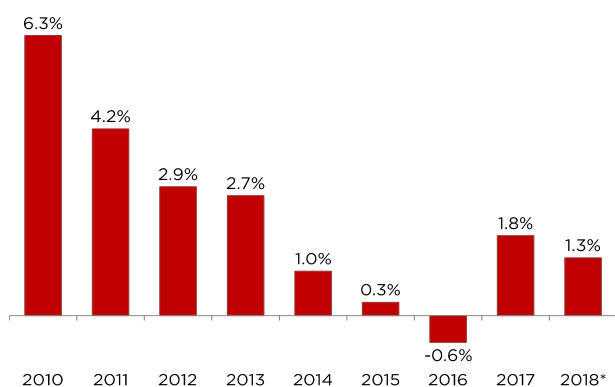
Fuente: Eurostat

**Gráfico II.8**  
**ZE: Inflación Interanual**  
(En %)



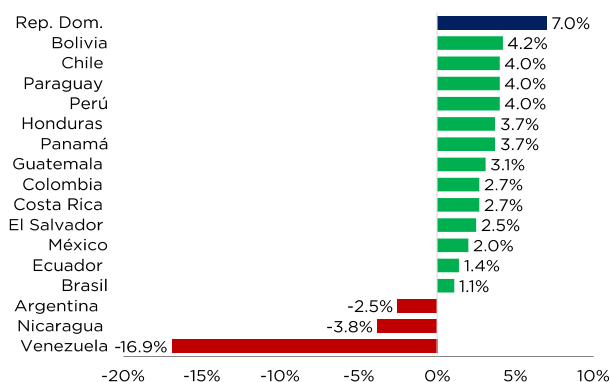
Fuente: Eurostat

**Gráfico II.9**  
**AL: PIB Real**  
Variación Interanual (En %)



Fuente: CFC

**Gráfico II.10**  
**AL: PIB Real 2018**  
Variación interanual (%)



Fuente: CFC

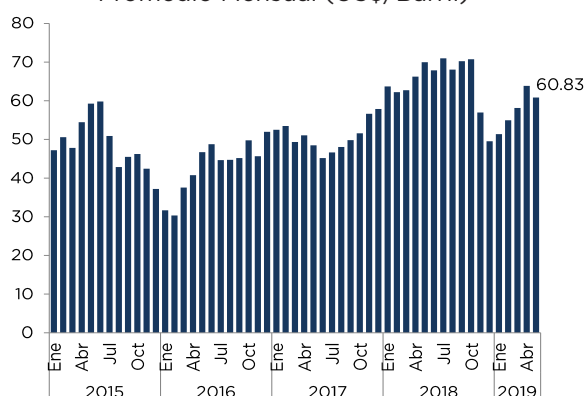
afectó negativamente a los principales sectores de la economía y al empleo, provocando una contracción del producto y un aumento de la pobreza. Mientras, la crisis político-económica de Venezuela continuó profundizándose, con una hiperinflación cada vez más aguda y una persistente caída del PIB.

La evolución del resto de países de AL fue más favorable, registrando tasas de crecimiento positivas a pesar de observarse una moderación que estuvo influenciada por el menor dinamismo del comercio internacional y la ralentización de los sectores primarios de la economía. El crecimiento del PIB en las dos mayores economías de la región, México y Brasil, se mantuvo relativamente estable en relación a 2017, alcanzando 2.0% y 1.1% en 2018, respectivamente.

En particular, el crecimiento de 2018 estuvo liderado por economías como República Dominicana (7.0%), Bolivia (4.2%), Chile (4.0%), Paraguay (4.0%) y Perú (4.0%).

**Gráfico II.11**  
**Precio Petróleo WTI**

Promedio Mensual (US\$/Barril)



Fuente: EIA

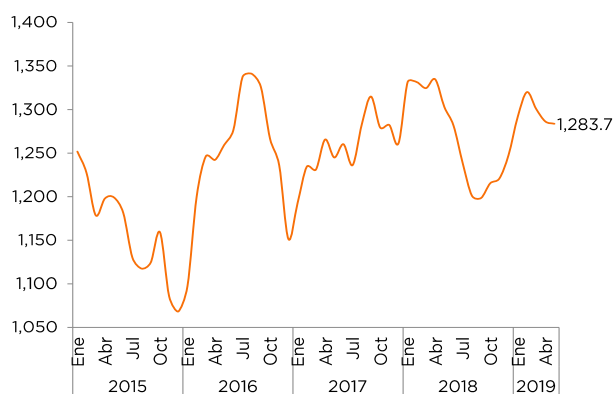
## II.D. Precios de Petróleo y Materias Primas

La evolución de los precios de las materias primas en los mercados internacionales estuvo marcada por la moderación de la actividad económica mundial, unida a la persistencia de los conflictos comerciales.

El precio del petróleo se redujo de forma sostenida en el último trimestre de 2018, atribuible principalmente a las preocupaciones sobre la evolución futura de su demanda. De este modo, el *West Texas Intermediate* (WTI) alcanzó US\$45.15 por barril al cierre del año, lo que representó una reducción de 38.3% desde finales del tercer trimestre de 2018 y de 25.3% en términos interanuales.

**Gráfico II.12**  
**Precios del Oro**

Promedio Mensual (US\$/Onza Troy)



Fuente: Bundesbank

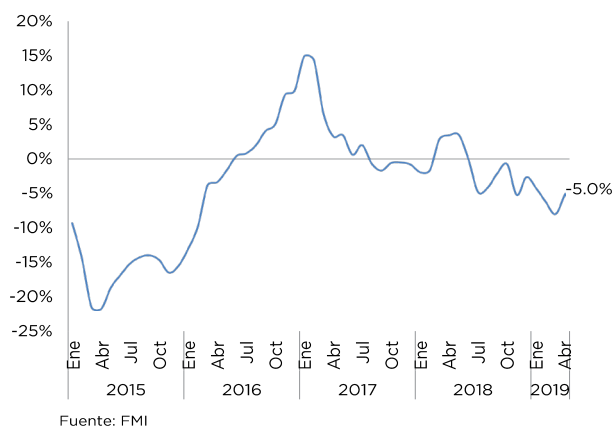
No obstante, la cotización del crudo exhibió una senda alcista en los primeros meses de 2019, vinculado a restricciones de oferta. En efecto, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) mantuvo vigente el acuerdo de reducción de la producción, a la vez que se redujo el volumen de exportaciones desde Irán y Venezuela, como consecuencia de las sanciones impuestas por EUA. Así, el precio del petróleo se situó en torno a los US\$63 por barril en abril de 2019. Sin embargo, en mayo de 2019, el efecto de estos factores fue contrarrestado por el escalamiento de las disputas comerciales, por lo que la cotización promedio del crudo se

ubicó en US\$60.83 por barril, cerrando el mes en US\$53.49 por barril.

Por otro lado, el oro mantuvo una tendencia creciente desde finales de 2018 hasta enero de 2019 y en mayo se moderó hasta US\$1,283.7 dólares por onza troy, ubicándose ligeramente por encima de su nivel en el IPoM de Noviembre 2018. Este comportamiento estuvo asociado a su demanda como un activo refugio de valor.

Por su parte, el índice de precios internacionales de alimentos y bebidas del FMI presentó una reducción de 5.0% interanual en abril de 2019. Esta tendencia se observó en la mayoría de los principales bienes de este grupo, incluyendo el café (-11.9%) y el cacao (-11.2%). Por el contrario, el precio del azúcar registró un incremento de 6.3% interanual en igual período.

**Gráfico II.13**  
**Índice de Alimentos y Bebidas FMI**  
Variación Interanual (En %)



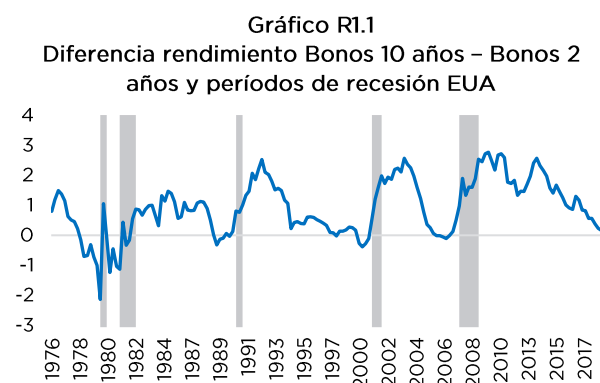
## Recuadro 1: Curva de rendimiento y el ciclo económico

En el primer trimestre del año, los mercados financieros mostraron preocupación por la noticia de una posible recesión en la economía estadounidense. La inversión de la curva de rendimientos –situación que sucede cuando el rendimiento de los instrumentos de corto plazo excede el rendimiento de los instrumentos de largo plazo– fue el indicador que puso en alerta a los inversionistas. Esta reacción es respaldada por la hipótesis de que una curva de rendimiento de los bonos del tesoro de Estados Unidos invertida es un buen predictor de recesiones económicas futuras.

En primer lugar, la teoría de las expectativas de tasas de interés, la cual relaciona las tasas de corto plazo con las de largo plazo, justifica la estructura temporal ascendente en el rendimiento de los instrumentos financieros.<sup>1</sup> Bajo circunstancias normales, los instrumentos de corto plazo otorgan menos rendimiento que los instrumentos de largo plazo debido, entre otras cosas, a que se debe compensar a los inversionistas para mantener instrumentos por un tiempo más largo ya que incurren en mayor riesgo.

Además, si los agentes esperan un mayor crecimiento económico, entonces demandarán bonos de corto plazo con el objetivo de poder reinvertir a mayores tasas de interés en el futuro. Tanto la compra de bonos de corto plazo, como la venta de bonos de mediano plazo, reducen y aumentan, respectivamente,

los rendimientos de dichos bonos, creando una pendiente positiva en la curva de rendimientos. Por otro lado, si los agentes esperan una recesión económica, venderán (comprarán) los bonos de corto (largo) plazo, lo cual aumenta (reduce) su tasa de interés y resulta en una inversión de la curva de rendimientos. En ese sentido, el objetivo de este recuadro es investigar si la inversión temporal de la curva de rendimientos observada en marzo 2019 es señal de una posible recesión en el futuro inmediato o si otros factores podrían explicar este fenómeno.



Fuente: FRED y NBER

En un número amplio de países. Por ejemplo, la curva de rendimiento invertida ha precedido cada una de las 9 recesiones en EUA a partir del 1955 –cabe destacar que en el 1966 hubo una inversión que no fue seguida de recesión–. En el Gráfico R1.1, se puede apreciar el diferencial de rendimiento o *spread* (línea) y los períodos de recesión (barras) desde 1976.

Sin embargo, en el caso de las economías europeas la evidencia es heterogénea. Por ejemplo, Estrella y Mishkin (1997) encuentran que la curva de rendimientos es un excelente predictor para la economía alemana, presenta buenas señales para el Reino Unido, pero indica muchas falsas señales para Francia e Italia. Más aún, Chinn y Kucko (2010) encuentran que el poder predictivo de la curva de rendimiento ha disminuido para estos países desde el año 2000, exceptuando en Alemania. En el caso de Japón, la evidencia tampoco es consistente. Aunque el caso de la economía japonesa es más complejo, debido a que las tasas de interés han estado cerca de cero las últimas dos décadas –con meses donde los instrumentos de corto plazo han presentado rendimientos negativos– la curva de rendimientos ha estado haciéndose cada vez más plana, sin llegar a ser negativa, a pesar de que el país atravesó por varias recesiones.

<sup>1</sup> Esta teoría expone que las tasas de largo plazo deben ser una especie de promedio ponderado de las tasas de corto plazo actuales y futuras, de manera que no exista arbitraje.



## Recuadro 1: Continuación

La razón que podría explicar la falta de relación entre la inversión de la curva de rendimientos con las expectativas de recesión en la economía estadounidense podrían estar relacionadas a la política monetaria no convencional que implementa la Reserva Federal (Fed). A partir de la crisis de 2008, la FED compró títulos (principalmente de mediano y largo plazo) por un monto cercano a los dos billones de dólares, lo cual ha presionado la parte larga de la curva de rendimientos a la baja. Por otro lado, aunque el programa de *Quantitative Easing* ha pasado de su fase expansiva a una fase de desmonte de activos, los instrumentos que han ido desapareciendo de la hoja de balances de la FED han sido mayormente los de mediano plazo.

Más aun, Boris et al. (2017) estiman que la prima por plazo (*term premium*) se reduciría en unos 70 puntos bases en el año 2019, presionando el rendimiento a la baja por este componente. Como se puede apreciar en el Gráfico R1.2, parece persistir una presión en el rendimiento de los bonos del tesoro de 10 años.

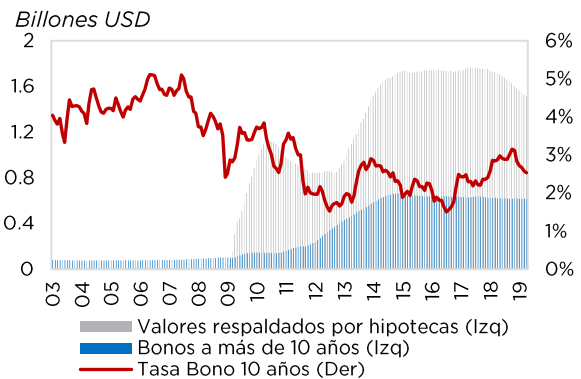
Además, la FED igual ha hecho presión sobre las tasas de interés de corto plazo a través de los aumentos en la tasa de referencia de los fondos federales de corto plazo, los cuales han aumentado en más de 200 puntos básicos desde finales de 2015, como parte del proceso de normalización de política monetaria. Como se puede observar en el Gráfico R1.3, ambas tasas se han comportado de manera similar, por lo que la parte corta de la curva de rendimientos ha sido presionada al alza.

Finalmente, cabe destacar que no es la primera vez que analistas del mercado dicen que “esta vez es diferente”, y aunque es cierto que las otras inversiones en el pasado tenían situaciones muy particulares, la economía en este episodio es territorio inexplorado. Existe la posibilidad que esta vez sí sea diferente: la inversión de la curva puede ser resultado de la política de la Fed de aumentar las tasas de corto plazo, en un contexto donde prevalece la alta tenencia y demanda de instrumentos del Tesoro de largo plazo por bancos centrales e inversionistas institucionales; y reducir las tasas de largo plazo, a través del *Quantitative Easing*, por lo que el fenómeno no necesariamente indica que estamos ante una recesión.

### Referencias:

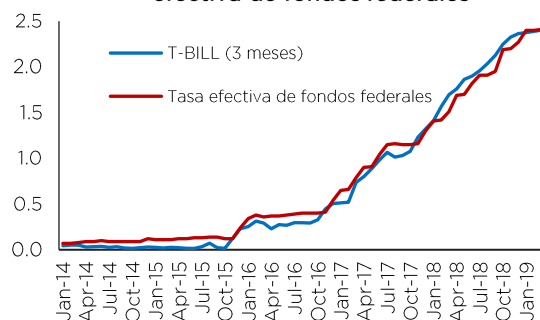
- Bonis, B., J. Ihrig y M. Wei (2017) “The effect of the Federal Reserve’s Securities Holdings on Longer-term Interest Rates”. FED NOTES.
- Chinn, O. y J. Kucko (2010) “The predictive power of the yield curve across countries and time” NBER Working Paper Series.
- Estrella, A. y F. Mishkin (1997) “The predictive power of the term structure of interest rates in Europe and the United States: Implications for the European Central Bank”. European Economic Review. No 41: pp. 1375-1401.
- Federal Reserve Economic Data (2019) FRED Data.
- Wheelock, D. (27 de diciembre de 2018) “Can an Inverted Yield Curve Cause a Recession?” Federal Reserve Bank of Saint Louis Blog. Recuperado de <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2018/december/inverted-yield-curve-cause-recession?>

**Gráfico R1.2**  
Rendimiento Bonos 10 años y activos de largo plazo en balance de Reserva Federal



Fuente: FRED

**Gráfico R1.3**  
Tasa de Bonos del tesoro a 3 meses y tasa efectiva de fondos federales



Fuente: Tasas de fondos federales



### III. Entorno Doméstico

Desde la publicación del IPoM de Noviembre 2018, la actividad económica continuó expandiéndose por encima de su potencial. Al mismo tiempo, la evolución de los precios estuvo condicionada por la incidencia negativa de factores tanto externos como domésticos.

#### III.A. Evolución de la Actividad Económica

En 2018, el crecimiento económico se aceleró hasta alcanzar un promedio de 7.0% interanual, superior a las previsiones contenidas en el IPoM anterior. Este resultado estuvo principalmente influenciado por los componentes de demanda interna, destacándose el dinamismo del consumo y la inversión privada, los cuales registraron tasas de crecimiento de 5.3% y 13.2%, respectivamente, durante el año. En este contexto de crecimiento sostenido, la brecha del producto se mantuvo positiva.

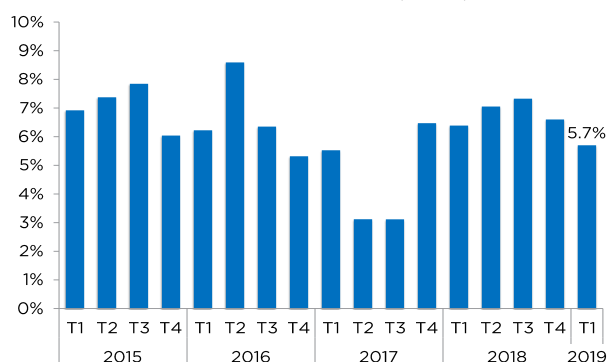
Dentro de los principales sectores de producción que impulsaron el crecimiento económico en 2018, se destaca Construcción como el sector de mayor incidencia, con una expansión de 12.2% interanual. Otros sectores que se destacaron fueron Comunicaciones (12.3%), Salud (8.7%), Comercio (8.3%) y Zonas Francas (8.1%).

En el primer trimestre de 2019, la actividad económica mantuvo una evolución positiva, observándose una expansión del PIB real de 5.7% interanual. De esta forma, la economía muestra indicios de convergencia gradual hacia el crecimiento potencial.

La canalización de crédito al sector privado mantuvo una trayectoria acorde a la evolución de la actividad económica. En ese sentido, la variación de los préstamos totales al sector privado ascendió a 9.6% interanual al cierre de mayo de 2019, sustentado principalmente por el incremento en el financiamiento destinado a los sectores Manufacturas (21.4%), Consumo (11.8%) y Viviendas (11.2%).

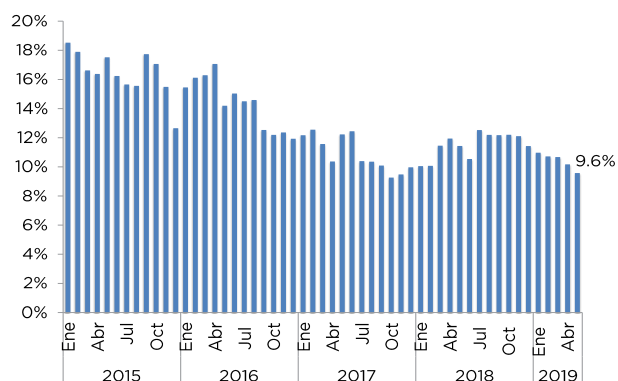
De igual forma, los indicadores del mercado laboral reflejaron la dinámica de la actividad económica. En particular, durante 2018 se generaron en promedio 156,598 nuevos empleos en la economía dominicana, de acuerdo a los resultados de la Encuesta Nacional Continua de Fuerza de Trabajo (ENCFT). Como resultado del incremento en el número de ocupados, la tasa de

**Gráfico III.1**  
**RD: PIB Real Trimestral\***  
Variación Interanual (En %)



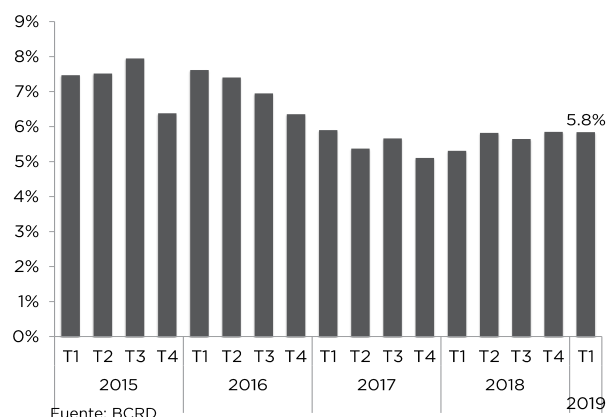
\*Año de Referencia 2007  
Fuente: BCRD

**Gráfico III. 2**  
**RD: Préstamos al Sector Privado**  
Variación Interanual (En %)



Fuente: BCRD

**Gráfico III. 3**  
**RD: Tasa de Desempleo Abierta**  
(En %)



desocupación promedio alcanzó 5.7% durante el año, ubicándose por debajo de la media de AL. Para el primer trimestre de 2019, el desempleo se ubicó en 5.8%.

Además, se observó que la creación de empleos estuvo impulsada, de manera puntual, por el sector formal. En este tenor, el número de ocupados formales aumentó un 7.4% interanual en el último trimestre de 2018, mientras que los ocupados en el sector informal disminuyeron 1.0% en igual período.

### III.B. Condiciones del Sector Externo

El déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos se situó en 1.4% del PIB en 2018, ubicándose por debajo de su promedio histórico. La evolución positiva del balance de cuenta corriente estuvo influenciada por un notable dinamismo en las actividades generadoras de divisas, lo que contrarrestó el incremento de la factura petrolera.

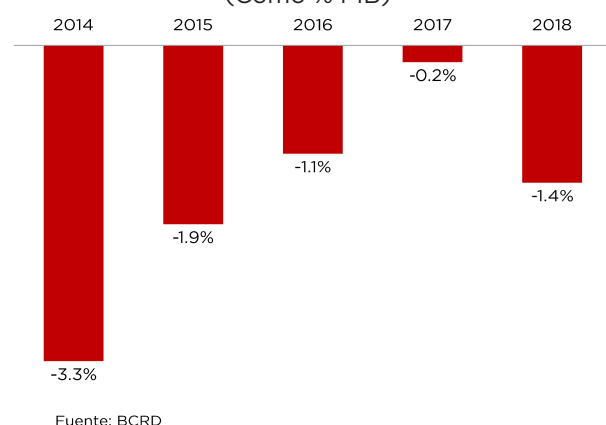
En este sentido, a pesar de la desaceleración de la demanda agregada mundial, las cuentas externas se beneficiaron de la robustez en el crecimiento de EUA, el principal socio comercial de RD y de condiciones más competitivas asociadas a una mayor depreciación del tipo de cambio real.

En efecto, las exportaciones totales aumentaron 7.6% en 2018, potenciadas por el crecimiento de las exportaciones nacionales y de zonas francas. El sector turismo se benefició de la llegada de más de 6.5 millones de visitantes por vía aérea, lo que representó la visita de 381,346 turistas adicionales respecto a 2017. Esto contribuyó a que los ingresos por turismo se incrementaran 5.3% en 2018.

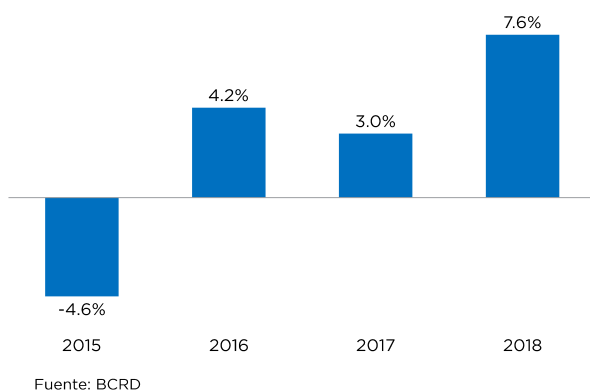
Por otro lado, el flujo de remesas familiares se expandió 9.9% en 2018, apoyado en el incremento de las transferencias provenientes de EUA, las cuales representaron un 77.4% de las remesas totales recibidas en el período. Finalmente, la Inversión Extranjera Directa (IED) alcanzó un monto de US\$2,535.3 millones, superior al promedio de los últimos cinco años. El desempeño reciente de la IED estuvo impulsado por las inversiones en los sectores turismo, comercial e inmobiliario.

Durante el primer trimestre de 2019, las cuentas externas continuaron evolucionando de forma favorable. En particular, las remesas familiares crecieron 10.4%, lo que aunado a los ingresos por exportaciones, turismo, IED y otros servicios,

**Gráfico III. 4**  
**RD: Cuenta Corriente Enero - Diciembre**  
(Como % PIB)



**Gráfico III. 5**  
**RD: Exportaciones Totales Enero - Diciembre**  
Variación Interanual (En %)





representó ingresos de divisas en torno a los US\$7,800 millones durante el primer trimestre de 2019.

### III.C. Política Fiscal

Durante 2018, las erogaciones del sector público mantuvieron un comportamiento moderado, creciendo 5.9% interanual. Esta evolución reflejó una disminución de 5.9% de la inversión bruta en activos no financieros, componente que experimentó un incremento de 17.2% en 2017.

Por otra parte, los ingresos crecieron 12.5% interanual en 2018, impulsado por el incremento en 11.5% de las recaudaciones impositivas, así como la entrada de ingresos extraordinarios. De este modo, los ingresos como porcentaje del PIB alcanzaron 14.9% en 2018, superior al promedio de los últimos cinco años.

En consecuencia, el proceso de consolidación de las finanzas públicas continuó en 2018 (Ver Recuadro 2). En particular, se redujo el déficit del Gobierno Central, pasando de 3.4% del PIB en 2017 hasta 2.4% del PIB en 2018. En tanto, el déficit que considera el resto del Sector Público no Financiero (SPNF) se situó en 2.7% del PIB en 2018.

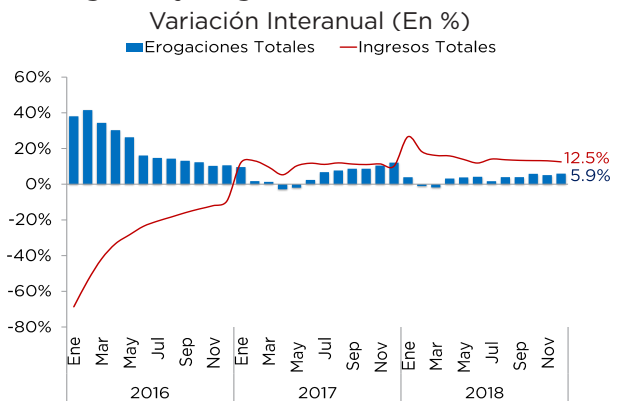
### III.D. Evolución de los Precios

La inflación mantuvo una tendencia a la baja en el último trimestre de 2018, ubicándose por debajo del rango meta en los últimos dos meses del año. En efecto, la inflación se situó en 1.17% interanual en diciembre, por debajo de lo previsto en las proyecciones del IPoM de Noviembre 2018.

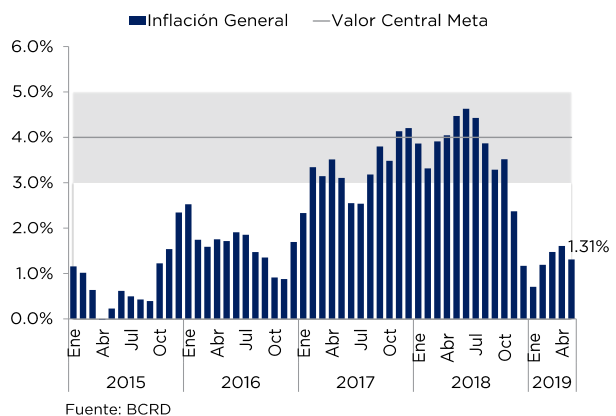
El comportamiento de los precios estuvo explicado por factores tanto domésticos como externos. En particular, los grupos Transporte, Viviendas y Alimentos y Bebidas no alcohólicas (A&B) fueron los que tuvieron la mayor incidencia negativa sobre la inflación general.

En diciembre de 2018, la variación interanual de los precios del grupo Viviendas fue negativa en 0.89%, mientras la inflación del grupo Transporte se moderó hasta 2.03% interanual, debido a la disminución de los precios internacionales del petróleo en el último trimestre del año. Al mismo tiempo, el grupo de A&B fue impactado por una mayor producción local de algunos rubros

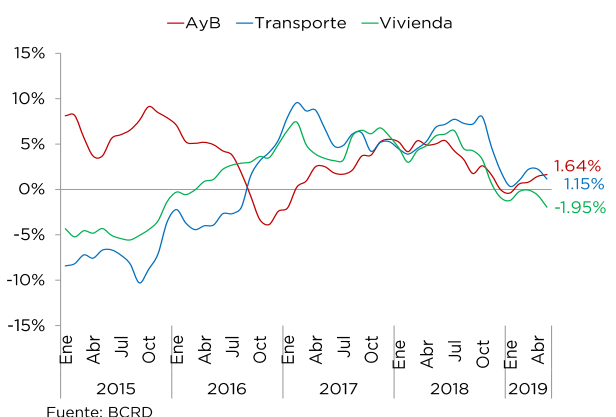
**Gráfico III. 6**  
**RD: Ingresos y Erogaciones del Gobierno Central**



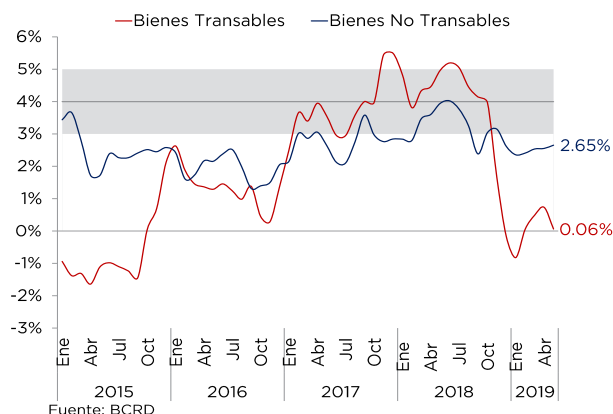
**Gráfico III. 7**  
**RD: Inflación General**  
(En %)



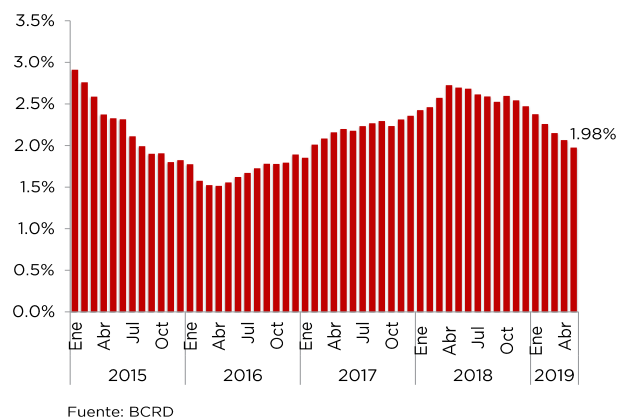
**Gráfico III. 8**  
**RD: Inflación por Grupos**  
(En %)



**Gráfico III. 9**  
**RD: Inflación por Tipo de Bienes**  
(En %)



**Gráfico III. 10**  
**RD: Inflación Subyacente**  
(En %)



agrícolas, exhibiendo una reducción interanual de 0.03% en igual período.

En los primeros meses de 2019, la inflación general se mantuvo por debajo del rango meta, alcanzando 1.31% interanual en mayo, a pesar de una leve recuperación de los precios de A&B. En particular, la recuperación en los precios de A&B está influenciada por un episodio prolongado de sequía y su impacto sobre la producción agrícola nacional (Ver Recuadro 3).

En línea con la dinámica de los distintos grupos de bienes, la inflación de los bienes transables se mantiene baja desde finales de 2018, situándose en 0.06% interanual en mayo de 2019. Por su parte, la inflación de los bienes no transables se mantuvo más estable y alcanzó 2.65% en el mismo mes.

La inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles de la canasta, mantuvo una leve tendencia a la baja desde la publicación del IPoM de Noviembre 2018, influenciada por una desaceleración de los precios de los servicios incluidos en este grupo y una menor depreciación del peso. De esta forma, la inflación subyacente se ubicó en 1.98% en mayo de 2019.

### III.E. Expectativas de Mercado

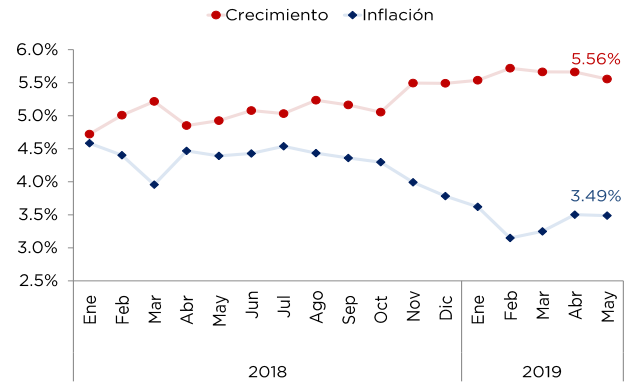
En línea con la evolución de los precios desde finales de 2018, las perspectivas de los agentes económicos sugieren que la inflación interanual se ubicaría en el tramo inferior del rango meta a final de 2019, acercándose al valor central en 2020. De manera puntual, los resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas (EEM) correspondientes a mayo de 2019 indican que la inflación se ubicaría en 3.49% al cierre de este año y 3.76% al cierre del año siguiente.

En efecto, los resultados de la encuesta revelan que estas perspectivas estuvieron condicionadas por la evolución reciente de la inflación, así como por las expectativas de los agentes sobre la cotización del petróleo y la influencia que tendría en los precios de los combustibles locales.

En tanto, las perspectivas de los agentes sobre el comportamiento de la actividad económica apuntan a una convergencia del crecimiento hacia su potencial. En ese sentido, los encuestados esperan que la economía registre una expansión de 5.56% al cierre de 2019, manteniéndose una

brecha positiva a lo largo del año, moderándose en 2020 hasta 5.14%.

**Gráfico III. 11**  
**RD: Expectativas Crecimiento e Inflación**  
Cierre Dic. 2019



Fuente: EEM, BCRD

## Recuadro 2:

### Analizando la política fiscal en República Dominicana: Una perspectiva desde el indicador de impulso fiscal

En el debate económico se ha alcanzado un consenso en torno a la necesidad de que los Bancos Centrales incorporen en sus análisis variables relacionadas al comportamiento de las finanzas públicas, ya que esto facilita el cumplimiento de su objetivo, así como una efectiva coordinación con las autoridades fiscales. Adicionalmente, resulta de gran relevancia poder establecer cuál es la orientación de la política fiscal durante un período determinado, en el sentido de si genera un impulso expansivo o contractivo a la economía.

El objetivo de este recuadro es presentar un Indicador de Impulso Fiscal (IIF) con miras a determinar la orientación de la política fiscal, controlando por el efecto automático que produce la actividad económica sobre las variables fiscales.

#### Metodología:

El IIF permite determinar la orientación de la postura de la política fiscal en términos interanuales, registrando si ha sido de corte expansivo, neutral o contractivo. Para la elaboración de este indicador se siguió una metodología propuesta por el Fondo Monetario Internacional (ver Heller *et al.* (1986) y Schinazi (1986)), que plantea la necesidad de aislar el componente cíclico de las cuentas fiscales y, así, obtener el efecto neto de las decisiones discrecionales por parte de las autoridades.

La primera etapa de construcción del IIF consiste en la estimación de la postura fiscal, utilizando las variables de ingreso, erogaciones, préstamo neto/endeudamiento neto y la relación de las mismas con el Producto Interno Bruto (PIB). Para controlar por el efecto cíclico, se selecciona un año base en el cual la brecha del PIB o el préstamo neto/endeudamiento neto como porcentaje del PIB sea cercano a cero. Adicionalmente, para cada año, se excluyen los ingresos extraordinarios, así como los compromisos de pagos de interés, ya que los cambios en las tasas de interés son exógenos para las autoridades fiscales.

Para el cálculo de la postura fiscal debe primero calcularse la postura de las erogaciones y de los ingresos:

- Postura Erogaciones:  $PG_t = GR_t - (\alpha_A * PIB_{p(t)})$
- Postura Ingresos:  $PI_t = (\beta_A * PIB_{p(t)}) - IR_t$

Obteniendo así:

- Postura fiscal:  $\frac{PF_t}{PIB_t} = \frac{(PG+PI)_t}{PIB_t}$
- Impulso Fiscal:  $IIF_t = \Delta \left( \frac{PF_t}{PIB_t} \right)$

Donde:

- $GR_t$  = Erogaciones reales en el período t (excluyendo pagos de intereses).
- $IR_t$  = Ingresos reales en el período t (excluyendo ingresos extraordinarios).
- $PIB_{p(t)}$  = Producto Interno Bruto potencial en el período t.
- $\alpha_A$  = Participación de las erogaciones reales como porcentaje del PIB del año base.
- $\beta_A$  = Participación de los ingresos reales como porcentaje del PIB del año base.

Un  $IIF > 0$  implica un sesgo expansivo de la política fiscal, mientras que si el  $IIF = 0$ , la postura es neutral, o contractivo en el caso de  $IIF < 0$ .

Para el cálculo del IIF adaptado al caso dominicano se tomó como base el año 2007, ya que ese año el resultado del préstamo/endeudamiento neto del gobierno central fue cercano a cero. Para ello, se realizó un análisis de sensibilidad tomando un vector de posibilidades, confirmándose la pertinencia de utilizar el 2007. Para obtener los ingresos y erogaciones en términos reales se utilizó el deflactor implícito del PIB.

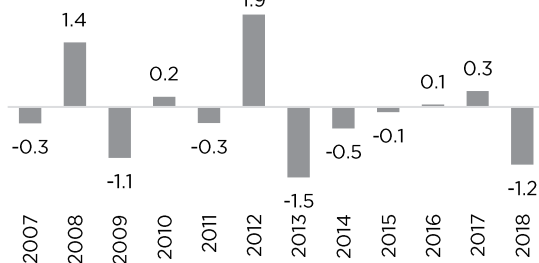
#### Análisis de Resultados:

El gráfico R2.1 muestra el IIF para el período 2007-2018. Se identifican tres episodios donde el sesgo de la política fiscal fue expansivo (2008, 2012 y 2017), mientras que el resto de los años se observa una orientación de corte contractivo o neutral.



## Recuadro 2: Continuación

**Gráfico R2.1**  
**Indicador de Impulso Fiscal (% del PIB)**  
2007-2018



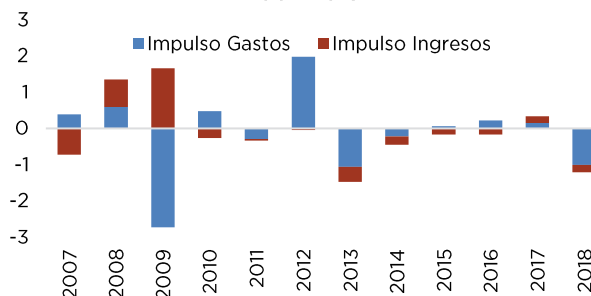
Fuente: BCRD

Desde el 2013 se evidencia el proceso de consolidación fiscal iniciado en 2012 por parte del gobierno. De manera particular, el sesgo contractivo observado en 2013 responde a la implementación de la reforma fiscal, así como al ajuste del gasto público iniciado ese año. También se puede explicar parte de este resultado por el efecto estadístico generado tras el impulso fiscal expansivo registrado en 2012.

En el período 2014-2016, la política fiscal mostró una orientación contractiva/neutral, al mantenerse los esfuerzos gubernamentales en pro de la consolidación fiscal, lo que se vio favorecido por la reducción de los precios del petróleo, lo que disminuyó significativamente la factura petrolera.

En el año 2017, los costos asociados a los efectos devastadores de las tormentas Irma y María incidieron en que el sesgo fiscal resultase expansivo. Los recursos destinados a las zonas afectadas representaron un costo fiscal de alrededor 0.60-0.84% del PIB<sup>1</sup>. No obstante, en 2018, se observa una recuperación de la orientación contractiva de la política fiscal, lo que se explica por la disminución de las transferencias de capital al sector eléctrico, así como por la constante mejora de la recaudación tributaria y por el consecuente superávit primario.

**Gráfico R2.2**  
**Descomposición del Indicador de Impulso Fiscal**  
**(% del PIB)**  
2007-2018



Fuente: BCRD

Al descomponerse el IFF en el efecto de los ingresos y de las erogaciones (gráfico R2.2), se observa, en la mayoría de los años, coherencia en la orientación de la política tributaria y de la ejecución del gasto. En el período 2013-2018, con excepción de 2016, ambos impulsos presentan el mismo sesgo. Se reflejan los efectos de la reforma tributaria de 2013 y las medidas administrativas tomadas durante el período con miras a mejorar las recaudaciones. Asimismo, se constata que el impulso de las erogaciones tiende a ser más volátil debido a la discrecionalidad del gasto.

### Conclusión

El IIF permite entender el comportamiento de la política fiscal. El período bajo análisis presenta episodios en los que la orientación fiscal resulta expansiva, mientras que otros periodos resultan contractivos o neutrales, lo cual es coherente con las políticas ejecutadas.

Es importante aclarar que el IIF permite únicamente determinar la variación interanual de la postura fiscal, sin pretender evaluar su efecto sobre la economía. Para evaluar el impacto de la política fiscal en la actividad económica resulta imprescindible estudiar los multiplicadores fiscales utilizando modelos macroeconómicos.

### Referencias

- Heller, P. & Haas, R. & Mansur, A. (1986). "A review of the fiscal impulse measure". International Monetary Fund (IMF).
- Jiménez, G. & Santana, L. (2013). "Indicador de Impulso Fiscal para la República Dominicana". Oeconomía.
- Schinasi, G. (1986). "International comparisons of fiscal policy: The OECD and the IMF measures of fiscal impulse". International Monetary Fund (IMF).
- Philip, R. & Janssen, J. (2002). "Indicators of Fiscal Impulse for New Zealand". New Zealand Treasury.

<sup>1</sup> "Mitigación de los Efectos de los Desastres Naturales sobre la Política Fiscal", Recuadro 4, Informe de Política Monetaria, BCRD, Noviembre 2017.

### Recuadro 3: Evolución de los Precios de Alimentos y Bebidas en Tiempos de Sequía

Las condiciones climáticas pueden afectar el desempeño económico de distintas formas. En la República Dominicana (RD), las tormentas tropicales y las sequías están entre los acontecimientos que causan altas pérdidas económicas. Las primeras pueden generar daños en hoteles, infraestructuras costeras y playas, afectando el turismo y la pesca. De igual forma, bajos niveles de precipitación junto a elevadas temperaturas reducen los rendimientos de las cosechas y disminuyen el suministro de agua.

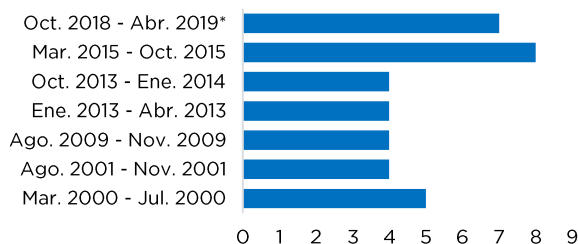
El estudio del enlace entre estos fenómenos y el desempeño económico es cada vez más necesario. El cambio climático puede aumentar la intensidad y frecuencia de eventos climáticos como El Niño y La Niña,<sup>1</sup> así como aumentar los niveles de temperatura y disminuir las precipitaciones. En este sentido, la Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional (USAID, en inglés) pronostica que la temperatura anual promedio aumentará entre 1.1 y 1.5°C en la RD en los próximos treinta años. Además, la precipitación anual promedio disminuirá entre 4.7 y 8.5% (USAID, 2017).

En relación a esta discusión y considerando la sequía que enfrenta el país desde octubre de 2018, el presente recuadro busca caracterizar la evolución de los precios de los Alimentos y las Bebidas (A&B) durante y después de episodios de sequías. En particular, las cuestiones planteadas incluyen identificar los episodios de sequías de mayor duración en las últimas dos décadas, describir la evolución de los precios en estos períodos y determinar los alimentos que tienden a guiar esta dinámica.

El criterio para identificar los episodios de sequía en el país considera el índice de sequías construido en Checo, Mejía y Ramírez (2017). Este indicador, en frecuencia mensual, define como mes de sequía aquel durante el cual las precipitaciones caen por debajo del 80% del valor promedio histórico en esa época del año. El indicador toma valores entre 0 y 1, siendo 0 en meses de no sequía y 1 en meses donde no hubo precipitación alguna.

De acuerdo a este índice, la RD ha experimentado sequía en el 45.6% de los meses entre 2000 y 2018. No obstante, el país solo ha sufrido siete episodios de sequía con una duración de por lo menos cuatro meses. El Gráfico R3.1 presenta estos episodios, así como sus duraciones. En general, el índice de sequía sugiere que la frecuencia de las sequías aumentó en la última década en relación con años anteriores. Asimismo, el episodio de mayor duración en los últimos veinte años ocurrió en 2015, entre los meses de marzo y octubre.

**Gráfico R3.1**  
Sequías de mayor duración en RD desde el año 2000 (meses)



\*Los datos de ONAMET están a diciembre 2018. Se asume que esta sequía ha permanecido en el primer cuatrimestre de 2019 y podría continuar en los próximos meses.  
Fuente: ONAMET, cálculos propios.

El Gráfico R3.2 presenta cómo han evolucionado los precios de los A&B en estos siete episodios de sequías para un horizonte de 12 meses.<sup>2</sup> El componente estacional de esta serie fue removido para aislar los precios de los factores habituales en distintos meses del año. Además, los precios fueron escalados para que su valor al inicio de cada sequía sea 100 y así facilitar su comparación. Como es de esperar, los mayores aumentos en los precios ocurren en las sequías más prolongadas, marzo-julio 2000 y marzo-octubre 2015.

En general, el Gráfico R3.2 sugiere que los precios internalizan las menores precipitaciones con rezago de cuatro meses, en promedio. No se identifica una tendencia durante estos primeros meses después de iniciar las sequías. Sin embargo, transcurrido este tiempo, los precios aumentan de forma pronunciada por unos pocos meses. Por ejemplo, el índice de precios de A&B aumentó de 100.9 a 107.3 entre junio y

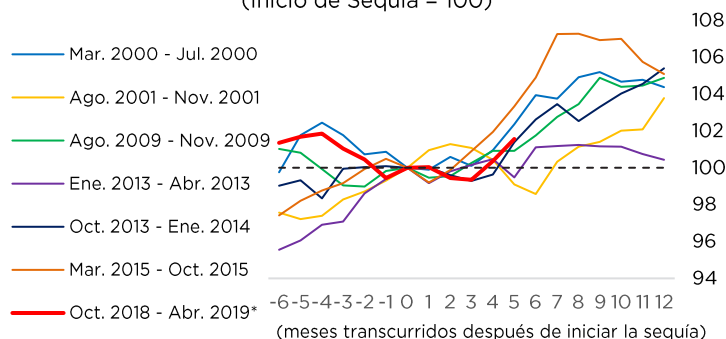
<sup>1</sup> En la República Dominicana, el evento climático El Niño genera condiciones más cálidas y secas de lo normal. En contraste, La Niña trae condiciones más frías y húmedas (USAID, 2017)

<sup>2</sup> El índice de precios utilizado es el índice de Precios al Consumidor (IPC), grupo Alimentos y Bebidas No Alcohólicas.

### Recuadro 3: Continuación

noviembre 2015, equivalente a un incremento porcentual de 6.31%. Asimismo, el índice experimentó un cambio de 5.09% entre junio y diciembre 2000. Estos dos incrementos ajustados a un período de 12 meses son 15.1% y 10.2%, por encima de la inflación interanual promedio de A&B (5.18%).<sup>3</sup>

**Gráfico R3.2**  
**Evolución de los Precios de A&B durante Sequías**  
(Inicio de Sequía = 100)

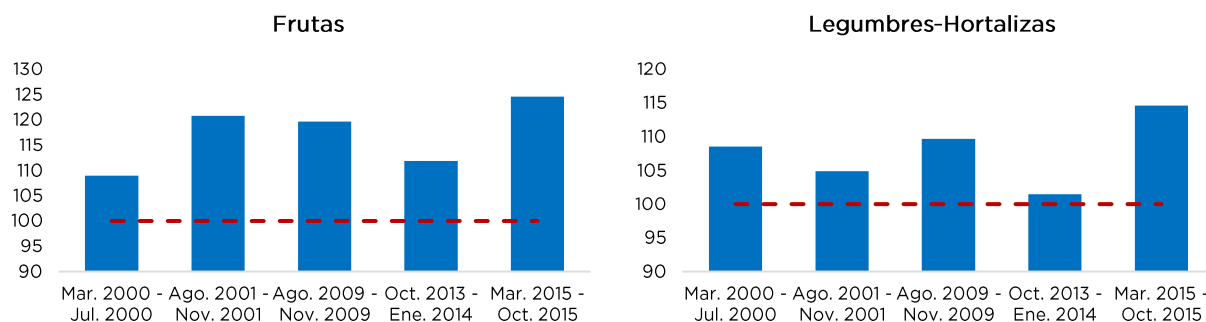


Fuente: BCRD, cálculos propios.

Las clases que tienden a guiar la subida en los precios durante las sequías son las Frutas y las Legumbres-Hortalizas. El Gráfico R3.3 presenta los precios de estos alimentos un año después de iniciar los episodios.<sup>4</sup> En particular, los precios de las frutas suben entre 9% y 25% en este horizonte, en contraste con su inflación interanual promedio que se sitúa en 7.8%. Entre los alimentos más destacados están el plátano verde, el guineo verde y el

plátano maduro. Asimismo, las legumbres y hortalizas tienden a subir más de 5% en este horizonte, llegando a incrementos de hasta 15%, a diferencia de su incremento promedio de 4.87%.

**Gráfico R3.3**  
**Precio Frutas y Legumbres-Hortalizas 12 meses después de haber iniciado la sequía**  
(Precio inicio de sequía = 100)



Fuente: BCRD, cálculos propios.

La evolución de los precios de A&B en tiempos de sequía es consistente con la idea de que niveles de precipitación por debajo del rango normal pueden afectar la oferta futura de alimentos y, por tanto, los precios. Sin embargo, estos choques contractivos de oferta son de carácter transitorio y aparentan tener un efecto sobre la inflación de unos pocos meses. En este sentido, los choques de esta naturaleza son ajenos a la política monetaria porque tienden a disiparse antes de que cambios en la postura de política puedan enfrentarlos efectivamente. En estos casos, el rol los bancos centrales consiste en comunicar a los agentes económicos el carácter transitorio de este tipo de choques. Así, sus expectativas de inflación no se ven afectadas y, de estar ancladas, mantenerlas.

#### Referencias

- Checo, A., Mejía, M., & Ramírez, F. (2017). "El Rol de los Regímenes de Precipitaciones sobre la Dinámica de Precios y Actividad del Sector Agropecuario de la República Dominicana Durante el Período 2000-2016. Documento de Trabajo, BCRD.
- United States Agency for International Development. (2017). Climate Risk Profile: Dominican Republic.

<sup>3</sup> Este promedio es calculado desde enero 2006 hasta marzo 2019.

<sup>4</sup> La sequía enero-abril 2013 fue excluida del Gráfico porque los precios de las frutas, legumbres y hortalizas no reflejaron la disminución en las precipitaciones durante estos meses. Poco tiempo después de terminar esta sequía, la TPM aumenta 200 puntos básicos, pudiendo ser una fuerza que presione a la baja los precios.



## IV. Implementación de la Política Monetaria

La TPM se ha mantenido invariable desde su incremento en julio de 2018, lo que se reflejó en el aumento gradual de las tasas de interés de mercado y en el comportamiento de las demás variables monetarias. En este contexto, las tasas de expansión de los agregados monetarios y préstamos se han moderado. Por otro lado, la Junta Monetaria autorizó una liberación de encaje legal a finales de mayo de 2019, retornando al mercado los recursos que habían regresado al Banco Central y con el objetivo de mantener estables las condiciones monetarias.

### IV.A. Medidas Recientes y Resultados

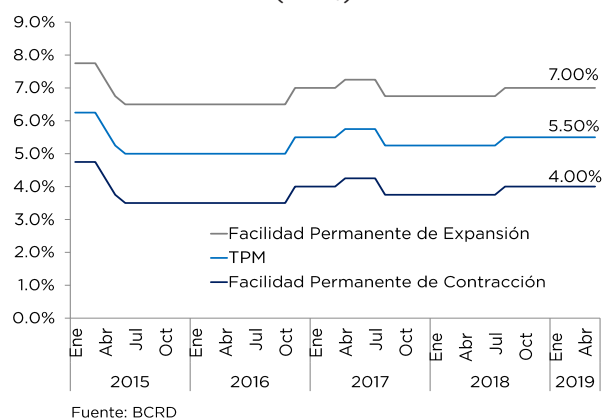
El BCRD adoptó una postura de política monetaria más neutral en julio de 2018 como respuesta a un incremento de las presiones inflacionarias en un contexto de crecimiento superior al potencial y perspectivas de condiciones financieras internacionales más restrictivas (Ver Recuadro 4). En este sentido, se incrementó la TPM en 25 puntos básicos, hasta situarla en 5.50% anual. Desde entonces, la TPM se ha mantenido sin cambios.

El ajuste de la tasa de interés de referencia realizado en 2018 se dio como respuesta a un incremento de las presiones inflacionarias. En particular, las proyecciones sugerían que la misma podría ubicarse por encima del rango meta en un contexto de mayores precios del petróleo, presiones de demanda interna y un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

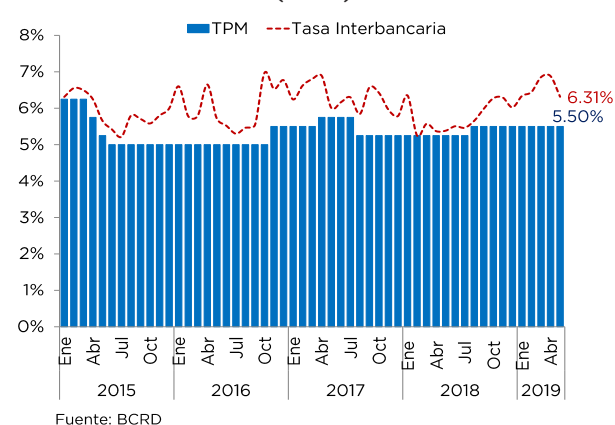
No obstante, en el transcurso del segundo semestre de 2018 el contexto macroeconómico mundial cambió de forma importante, lo que motivó al BCRD a mantener la TPM invariable. Las perspectivas sobre la economía mundial se tornaron más pesimistas, apuntando a una moderación del crecimiento global, lo cual incidió en una desaceleración del precio del petróleo. Adicionalmente, en los primeros meses de 2019 las condiciones financieras internacionales se caracterizaron por una política monetaria global más flexible de lo previsto, en respuesta a la incertidumbre sobre el desempeño de la economía mundial.

Como resultado de este cambio en las condiciones macroeconómicas, el BCRD decidió mantener la TPM invariable. En efecto,

**Gráfico IV.1**  
**RD: Corredor de Tasas de Interés**  
(En %)

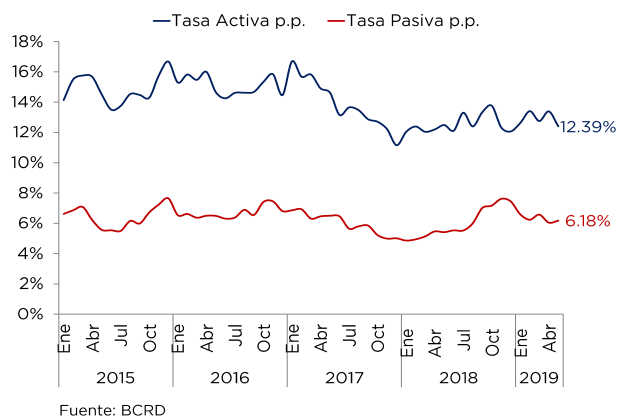


**Gráfico IV.2**  
**RD: TPM y Tasa de interés interbancaria**  
(En %)

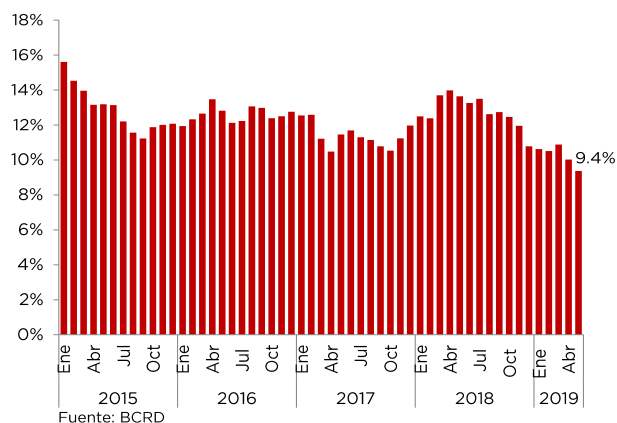




**Gráfico IV. 3**  
**RD: Tasas de Interés Bancos Múltiples**  
 Promedio Ponderado (En %)



**Gráfico IV. 4**  
**RD: Préstamos al Sector Privado en MN**  
 Variación Interanual (En %)



la moderación de las presiones inflacionarias de origen externo, aunado a menores precios de A&B a nivel doméstico, contribuyó a que la inflación se debilitara considerablemente en el último trimestre de 2018 y se mantuviera por debajo del límite inferior del rango meta hasta mayo de 2019.

Las principales variables del mercado financiero mantuvieron un comportamiento adecuado desde el segundo semestre de 2018. Las tasas de interés del mercado exhibieron aumentos desde el incremento de TPM, consistente con esta decisión y revelando que el mecanismo de transmisión de la política monetaria operó como se esperaba.

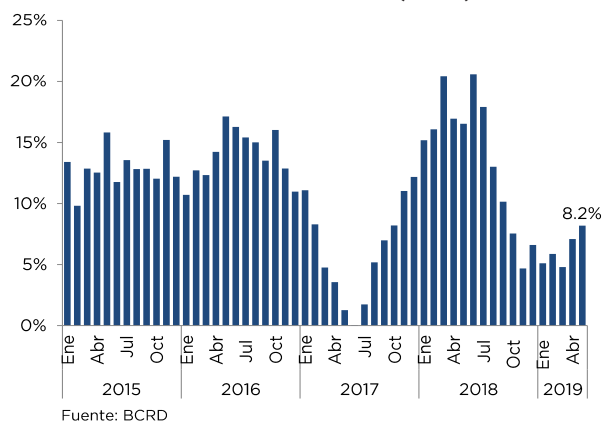
La tasa de interés interbancaria aumentó 85 puntos básicos (pbs) entre julio de 2018 y mayo de 2019. En tanto, la tasa de interés pasiva promedio ponderado (p.p.) alcanzó 6.18% en mayo de 2019, superior al 5.53% que registró en julio de 2018. En consonancia con la evolución de las tasas de mercado, la tasa de crecimiento de los depósitos del sistema bancario en moneda nacional ha aumentado desde el IPoM anterior. En efecto, los depósitos del sector privado en moneda nacional crecieron 9.5% interanual en mayo de 2019, comparado con el crecimiento de 5.2% interanual de noviembre de 2018.

Por su parte, la tasa de interés activa p.p. evolucionó de forma similar a la tasa pasiva, ubicándose en 12.39% en mayo de 2019. El incremento del costo de financiamiento contribuyó a la moderación gradual de los préstamos al sector privado en moneda nacional, los cuales crecieron 9.4% interanual en mayo de 2019.

Los indicadores de demanda de dinero, asimismo, reflejaron el incremento en las tasas de interés. La tasa de crecimiento de los billetes y monedas emitidos se moderaron, alcanzando una variación interanual de 9.1% al cierre de mayo de 2019. Asimismo, los agregados monetarios se desaceleraron. El Medio Circulante (M1) creció 8.2% en mayo de 2019, mientras los agregados más amplios, es decir la Oferta Monetaria Ampliada (M2) y el Dinero en Sentido Amplio (M3), crecieron 6.7% y 7.8% interanual, respectivamente.

Tomando en cuenta las bajas presiones inflacionarias, la moderación del crédito y de los agregados monetarios, la Junta Monetaria autorizó la liberación de recursos del encaje

**Gráfico IV. 5**  
**RD: Medio Circulante (M1)**  
Variación Interanual (En %)



## Recuadro 4:

### Reacción de la política monetaria a choques de oferta en República Dominicana (Parte 2)

La correlación positiva entre el crecimiento y la inflación que surge ante un choque de demanda permite que un ajuste de la TPM corrija simultáneamente los desvíos en ambas variables. Sin embargo, durante choques de oferta la correlación entre estas variables se torna negativa, imponiendo una disyuntiva en términos de reacción de política monetaria (PM). Considerando que los choques de oferta han provocado fluctuaciones importantes en el crecimiento e inflación de los países de América Latina<sup>1</sup> durante los últimos años, surge la pregunta de cómo debe reaccionar la PM ante estos episodios.

Para responder a esta inquietud, se emplean dos indicadores introducidos por Pagliacci (2015). El indicador del Componente Cíclico del Crecimiento (CCC) es una aproximación de la brecha del producto y corresponde a la suma de la incidencia de los choques de oferta y demanda sobre el crecimiento.<sup>2</sup> Así, un valor positivo (negativo) del CCC podría asociarse con una economía que crece por encima (debajo) de su potencial. Mientras que, el indicador de Exceso de Demanda Agregada (EDA) captura la principal fuente de las presiones inflacionarias, en base a la diferencia entre el componente del crecimiento asociado al choque de demanda y el asociado al choque de oferta.<sup>3</sup>

**Tabla R4.1**  
**Reacción sugerida de PM**

		CCC	
		Positivo	Negativo
EDA	Positivo	(1) Choque positivo de demanda PM restrictiva	(3) Choque negativo de oferta ¿PM restrictiva?
	Negativo	(2) Choque positivo de oferta ¿PM expansiva?	(4) Choque negativo de demanda PM expansiva

Fuente: Elaboración propia

En base a la interacción entre estos dos indicadores, la Tabla R4.1 identifica cuál es la reacción de PM sugerida de acuerdo al choque dominante en la economía. El primer caso, de brecha de producto positiva y presiones inflacionarias, corresponde a un choque de demanda positivo y la respuesta de PM es la sugerida por la regla de Taylor convencional: aplicar una postura restrictiva

que reduzca el exceso de demanda y modere las presiones inflacionarias. Lo contrario ocurre en el cuarto escenario, donde ante un choque de demanda agregada negativo la PM también debe reaccionar inequívocamente hacia una postura expansiva. La reacción en los otros dos casos no es evidente. En un contexto de choques de oferta negativos (caso 3) la PM enfrenta una disyuntiva al conjugarse una economía que crece por debajo de su potencial con altas presiones inflacionarias. El riesgo de aplicar una política restrictiva es que se profundice la desaceleración de la actividad económica.

En el caso de choque de oferta positivo, se combina un crecimiento mayor a su potencial y bajas presiones inflacionarias. Si se percibe que el choque sería persistente, la estrategia apropiada consistiría en reducir la TPM para que la inflación converja a su meta y no se desanclen las expectativas de los agentes privados. Esta reacción sería procíclica, pudiendo generar un sobrecalentamiento de la economía y sobreexposición del sistema financiero a créditos y activos financieros riesgosos.

El caso más reciente de choque de oferta para RD fue entre 2014 y 2016, el cual fue positivo debido a la reducción significativa en el precio internacional de los *commodities*, particularmente del petróleo. En un primer momento, donde se percibía que el choque era temporal, el BCRD mantuvo invariable su postura. Sin embargo, ante la persistencia del choque, la PM adquirió un sesgo expansivo, de acuerdo a lo sugerido. En este período se redujo la TPM en 125 puntos básicos, lo que se complementó con liberaciones de encaje legal para acelerar su transmisión hacia el crédito privado. Esta reacción estuvo en línea con el comportamiento del resto de bancos centrales de la región que enfrentaron un choque de oferta positivo durante este período. Por su parte, los países exportadores netos de *commodities* registraron un choque de oferta negativo, lo que explicó los incrementos de TPM.

En estos escenarios de reacción procíclica de la PM originados por los choques de oferta, las herramientas complementarias utilizadas por los bancos centrales de la región, como políticas comunicacionales más

<sup>1</sup> IPoM de Noviembre 2018: Impacto de los choques de oferta y demanda sobre los ciclos económicos en República Dominicana.

<sup>2</sup>  $CCC = y^D + y^S$ ;  $y^D$  y  $y^S$  son los componentes del crecimiento asociados choques de demanda y choques de oferta, respectivamente.

<sup>3</sup>  $EDA = y^D - y^S$

## Recuadro 4: Continuación

activas y políticas macroprudenciales, contribuyeron a mantener ancladas las expectativas de inflación, sin que se evidenciaron desequilibrios financieros.

Una de estas herramientas es la política comunicacional, la cual adquiere un rol importante para comunicar el reto que enfrentan los bancos centrales para determinar la duración de estos choques. En el caso de RD, el avance en los últimos años

**Tabla R4.2**  
**Reacción sugerida de PM**

Importadores netos de commodities	2014T4 - 2016T3*	Variación	Exportadores netos de commodities	2014T4 - 2016T3*	Variación
RD	6.25 - 5.00	-1.25	Brasil	11.75 - 14.25	2.50
Costa Rica	5.25 - 1.75	-3.50	Chile	3.00 - 3.50	0.50
Guatemala	4.00 - 3.00	-1.00	Colombia	4.50 - 7.75	3.25
			Perú	3.50 - 4.25	0.75

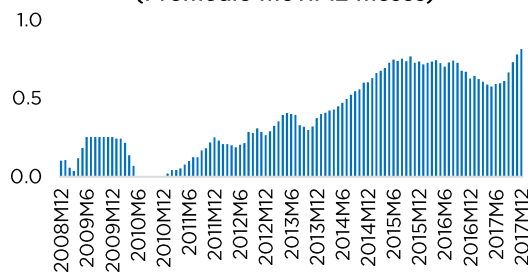
Fuente: Elaboración propia

relacionado a la política comunicacional ha sido notable, enfocándose en mejorar el entendimiento del público sobre las decisiones de política monetaria a través de las publicaciones de comunicados, informes de política monetaria y estudios especializados sobre los mecanismos de transmisión y los modelos de pronósticos utilizados en el BCRD.

Por otro lado, la incorporación de políticas macroprudenciales por parte de la mayoría de los países latinoamericanos ha permitido a los bancos centrales estar mejor preparados para mitigar los riesgos financieros sistémicos durante episodios de choques de oferta. Dentro de estas medidas se encuentran los requerimientos de liquidez, límites a la posición en moneda extranjera y medidas de encaje legal, siendo esta última la empleada con más frecuencia por parte de los países de Centroamérica.

Evaluar el éxito de la implementación de la PM y las herramientas descritas puede ser complejo. No obstante, una medida del anclaje de las expectativas sería útil, considerando la importancia de mantener ancladas las expectativas de inflación de largo plazo en los EMI. Con estos fines, se construye el índice de anclaje de expectativas de inflación (IAE)<sup>4</sup> similar a Mendonça (2004), que se ubica entre 0 y 1, alcanzando el valor máximo cuando la expectativa es exactamente igual al objetivo anunciado por la autoridad monetaria y penalizando los desvíos hacia arriba o hacia debajo de la meta de inflación.

**Gráfico R4.1 Índice de Anclaje de Expectativas**  
**(Promedio móvil 12 meses)**



Fuente: Elaboración propia

Los resultados del IAE confirman una mayor credibilidad de la PM en RD durante los últimos años. En este sentido, la evolución del indicador sugiere que la credibilidad de los analistas del mercado en la PM se ha fortalecido a medida que el EMI se ha afianzado, aun en presencia de choques de oferta. Este podría ser un indicador que avale, en términos generales, como adecuada la gestión de la PM durante la última década. En esta línea, es importante destacar que la incorporación gradual de políticas macroprudenciales y una política comunicacional más activa contribuyó a mantener ancladas las expectativas de inflación y preservar la estabilidad financiera, considerando la naturaleza

procíclica requerida por parte de la PM.

### Referencias

- Camacho, F. y J. González (pendiente de publicación), "La Política Monetaria ante Choques de Oferta".
- Mendonça (2004). Midiendo la credibilidad del esquema de Metas de Inflación en Brasil. Revista de Economía Política, 24(3).
- Pagliacci, C. "Are we ignoring supply shocks? A proposal for monitoring cyclical fluctuations".

<sup>4</sup>  $IAE = 1$  si  $E(\pi) = \pi^{meta}$ ,  $IAE = 0$  si  $E(\pi) < \pi^{min}$  ó  $E(\pi) > \pi^{max}$  y  $IAE = 1 - \frac{|E(\pi) - \pi^{meta}|}{\pi^{max} - \pi^{min}}$  si  $\pi^{min} < E(\pi) < \pi^{max}$ .

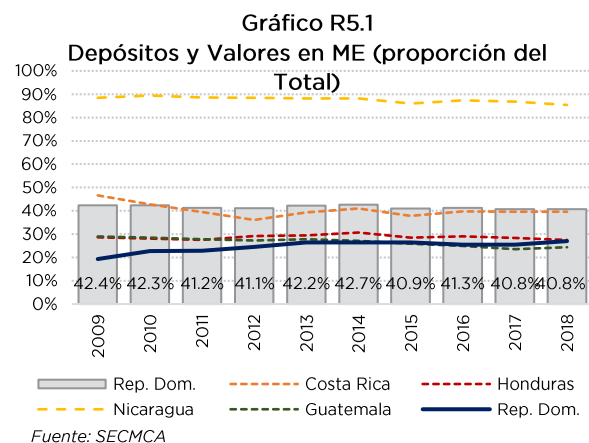
## Recuadro 5: Determinantes de la Dolarización de los Depósitos y Valores en la República Dominicana

La dolarización de pasivos financieros es la proporción del total de las captaciones de las entidades financieras que se encuentra denominada en dólares; y que emerge de la necesidad que poseen los agentes económicos de disminuir la volatilidad del valor real de su portafolio de activos. Según León y Revéiz (2008) existen 3 factores que condicionan el grado de dolarización financiera: i) credibilidad de la autoridad monetaria y confianza en la moneda local; ii) volatilidad relativa de la moneda local y cobertura de riesgo; iii) integración comercial y tamaño de la economía. Bajo un esquema de metas de inflación, los autores argumentan que la volatilidad de la inflación no debe ser un factor significativo; y si existiese una garantía implícita de estabilidad cambiaria, los agentes económicos tendrían incentivos para asumir un riesgo cambiario excesivo. En consecuencia, a fin de incrementar la efectividad de la política monetaria y fortalecer el papel de la moneda local como depósito de valor, es imprescindible tomar en cuenta los factores que incitan una sustitución de la moneda local, como es el caso de la dolarización de los pasivos financieros, a la hora de diseñar e implementar políticas económicas.

Según Ize y Yeyati (2001), la composición de monedas del portafolio de inversión de los intermediarios financieros se determina mediante contratos de cobertura contra la inflación y el riesgo cambiario, en ambos lados de la hoja de balance. Dicha interacción conduce a equilibrios financieros; es decir, asignaciones de recursos que gravitan en torno a la paridad de tasas de interés y a asignaciones de cartera de mínima varianza (CMV).<sup>1</sup> Bajo la luz de los argumentos planteados, se infiere que la dinámica de la dolarización de pasivos financieros está determinada principalmente por los retornos de instrumentos financieros.

El presente recuadro tiene como fin identificar los factores que determinan la dinámica del crecimiento de los depósitos y valores en moneda extranjera (ME) en la República Dominicana<sup>2</sup>. Para empezar, se describe brevemente el comportamiento de las captaciones de dólares en la República Dominicana; luego, se realiza un Análisis de Impulso-Respuesta Acumulada a partir de un Modelo de Vectores Autorregresivos (VAR) para el período diciembre 2009 – febrero 2019, con frecuencia mensual. Las variables utilizadas son: depósitos y valores en ME de las Otras Sociedades de Depósitos, Spread del Retorno de los Depósitos Locales entre Monedas ( $i_{me\_rd\$} - i_{mn\_rd\$}$ ), Diferencial de Paridad de Tasas de Interés Pasivas ( $i_{me} - i_{fed}$ ), volatilidad de la inflación, depreciación real de la tasa de cambio, y se construye el índice de cartera de mínima varianza.

El nivel de dolarización de pasivos financieros en la República Dominicana para el período 2009 – 2018 es relativamente bajo en comparación con la región centroamericana (ver gráfico R5.1); siendo su promedio



23% para el período bajo estudio. Este nivel se encuentra por debajo del promedio de la región en aproximadamente 19 puntos porcentuales, según las estadísticas publicadas por el Consejo Monetario Centroamericano.

Al descomponer el crecimiento de las captaciones en ME para RD, observamos que el componente cíclico es cercano a cero en la mayor parte del tiempo y, por tanto, los valores observados se encuentran en torno a su tendencia de largo plazo (ver gráfico R5.2). Esto

<sup>1</sup>  $CMV = \left( \frac{corr(\pi_t, \eta_t) + \sigma(\eta_t)}{\sigma(\eta_t)} \right)$ , donde  $\pi_t$  y  $\eta_t$  representan la inflación y la depreciación nominal de la tasa de cambio, respectivamente. Esta variable se emplea para controlar el efecto de hoja de balance.

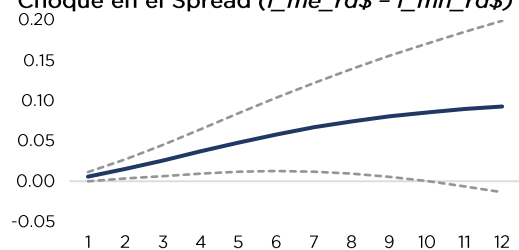
<sup>2</sup> Se excluyen los depósitos y valores distintos de acciones del Gobierno General.

## Recuadro 5: Continuación

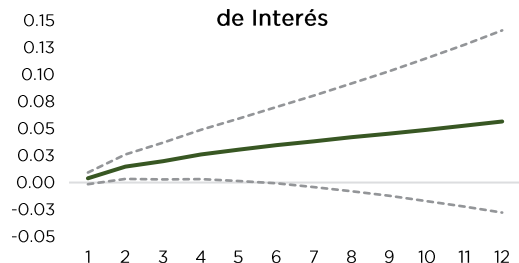
evidencia que la dolarización de pasivos financieros no representa un riesgo coyuntural para la República Dominicana.

No obstante, es trascendental identificar los factores que motivan a los agentes a ahorrar en ME pudiendo afectar los mecanismos de política monetaria y la implementación del esquema de metas de inflación en la economía dominicana. Para ello, se procede a estimar un VAR y obtener las Funciones de Impulso-Respuesta de las variables explicativas del modelo.

**Gráfico R5.3**  
**Choque en el Spread ( $i_{me\_rd\$} - i_{mn\_rd\$}$ )**



**Gráfico R5.4**  
**Choque en el Diferencial de Paridad Tasas de Interés**



Fuente: BCRD

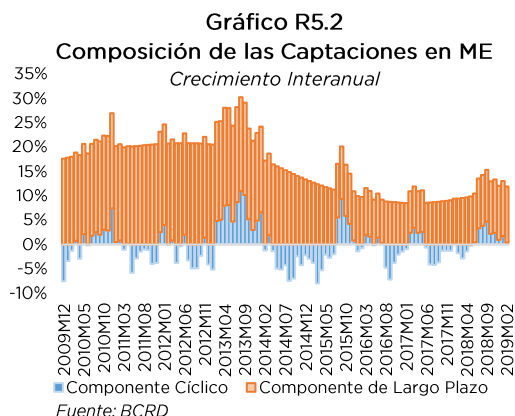
planteamientos de Ize y Yeyati (2001); y consistente con la implementación de un EMI que ha logrado mantener ancladas las expectativas de los agentes económicos.

En esta misma línea, los resultados revelan que los agentes económicos son indiferentes a depreciaciones reales en la tasa de cambio, porque incluyen implícitamente la cobertura cambiaria en sus cálculos de retorno entre instrumentos financieros.

Con miras a mitigar los riesgos asociados a la dolarización de pasivos financieros, es importante evaluar los descalces en ME que presentan los intermediarios financieros, asegurar las provisiones suficientes para cubrir riesgos producto de choques inesperados y proveer reservas líquidas que garanticen una prima por riesgo baja y estable en el tiempo. En esta misma línea, Rennhack y Nozaki (2006) proponen adoptar de manera preventiva una normatividad prudencial para asegurar que los acreedores y deudores internalicen los costos asociados con la dolarización financiera, así como fomentar la utilización instrumentos financieros en moneda local.

### Referencias

- Rennhack, R., y M. Nozaki. (2006). "Financial Dollarization in Latin America". IMF Working Paper. WP/06/7
- Ize, A., y E. Yeyati. (2001). "Financial Dollarization". Journal of International Economics 59(2003) 323-347
- León R., C., y A. Revéiz H. (2008). "La Dolarización Financiera: Experiencia Internacional y Perspectivas para Colombia". Revista de Economía Institucional. Vol. 10, No. 18, pp 313-341



En el gráfico R5.3 se muestra la respuesta del crecimiento de los depósitos y valores en ME ante un choque en el Spread del Retorno de los Depósitos Locales entre Monedas; donde se verifica una relación positiva y persistente, con una duración de aproximadamente 10 meses. Mientras que un choque en el Diferencial de Paridad de Tasas de Interés Pasivas ( $i_{me} - i_{fed}$ ) produce un aumento en las captaciones en dólares por aproximadamente 5 meses (gráfico R5.4).

Por el contrario, choques en la volatilidad de la inflación o de la depreciación anual de la tasa de cambio real no originan movimientos estadísticamente significativos en la variable bajo estudio; resultados coherentes con los argumentos planteados por León y Revéiz (2008).

En resumen, los determinantes de las captaciones en ME en la República Dominicana están relacionados con el rendimiento de instrumentos financieros acorde con los

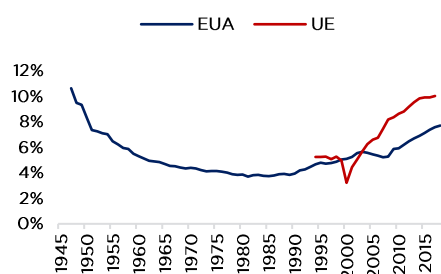


## Recuadro 6:

### Análisis comparativo del efectivo en Centroamérica y República Dominicana

El surgimiento de medios de pago basados en las tecnologías de la información en los últimos 50 años parecía amenazar la preponderancia del efectivo como principal instrumento para las transacciones de bienes y servicios. La introducción de las tarjetas de crédito y débito en las décadas de 1960 y 1980; los pagos en línea surgidos con la masificación del internet en la última década del siglo pasado; y más recientemente, la posibilidad de hacer pagos a través de los teléfonos inteligentes, empujaría a suponer una caída importante en el uso del papel moneda e incluso su gradual desaparición.

**Gráfico R6.1**  
**EUA y UE: Efectivo a PIB**



Fuente: Elaboración propia usando datos de la Fred y Eurostat

La evidencia internacional muestra que, salvo contadas excepciones, dicha tendencia ha sido menos marcada de lo esperado, e incluso en algunos casos la vigencia del efectivo como medio de pago ha cobrado fuerza. El Gráfico R6.1 muestra la evolución anual del efectivo como proporción del Producto Interno Bruto (PIB) para Estados Unidos desde 1947 y la Unión Europea desde 1995.

Para EUA puede observarse que el efectivo como proporción del PIB muestra un máximo en los años subsiguientes a la segunda guerra mundial cuando alcanzaba cerca de un 11%. A partir de ahí el indicador disminuye de manera sostenida hasta mediados de la década de los ochenta, coincidiendo con el surgimiento de

las tarjetas de crédito y débito y altos niveles inflacionarios que socavaron el valor de la moneda.

En lo adelante, salvo durante los 5 años previos a la Gran Recesión, la demanda de efectivo en EUA ha aumentado todos los años, ubicándose en la actualidad en 7.7%. En el caso de la UE, el cociente en cuestión parte de niveles cercanos al 5%, disminuyendo hasta 3.2% en 2001 (justo previo a la entrada en circulación de los billetes y monedas denominados en euros) y a partir de ese año ha crecido de manera continua hasta superar el 10% en 2018.

En el libro 'La maldición del efectivo', Rogoff (2016), argumenta que la vigencia del efectivo se da de la mano del hecho de que actividades ilícitas como el narcotráfico y el financiamiento del terrorismo, así como el blanqueo de capitales y la evasión de impuestos se benefician de una mayor circulación de billetes, en especial los de mayor denominación. El autor propone una eliminación gradual de los billetes de más alto valor y la conversión a monedas de las denominaciones más pequeñas con el objetivo de limitar el alcance de estas actividades.

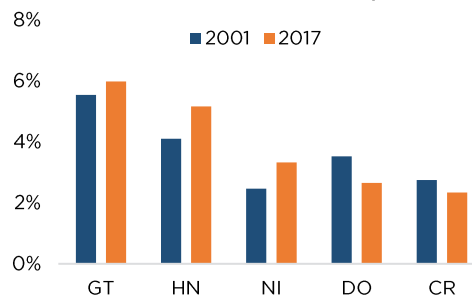
Con el fin de ilustrar la posición de la economía dominicana respecto al mundo, y en especial a sus pares centroamericanos, a continuación se lleva a cabo un análisis comparativo del efectivo circulante en las economías de la región de Centroamérica y República Dominicana (CARD<sup>1</sup>) y se expone sobre los factores sociales, macro y microeconómicos que podrían explicar las diferencias encontradas.

#### Efectivo en la región CARD

El primer indicador (presentado en el Gráfico R6.2) es el efectivo como proporción del PIB para las 5 economías de la región. El mismo muestra que a 2017 tanto Guatemala (GT) como Honduras (HN) cuentan con más del doble de efectivo circulando que Costa Rica (CR) y República Dominicana (DO), con respecto al tamaño de sus economías.

Adicionalmente, puede notarse que dicha brecha se ha ensanchado respecto a 2001, producto de un aumento en el efectivo de los países con una proporción mayor (GT y HN), y una caída en los de menor ratio (CR y DO).

**Gráfico R6.2**  
**CARD: Efectivo a PIB 2001 y 2017**

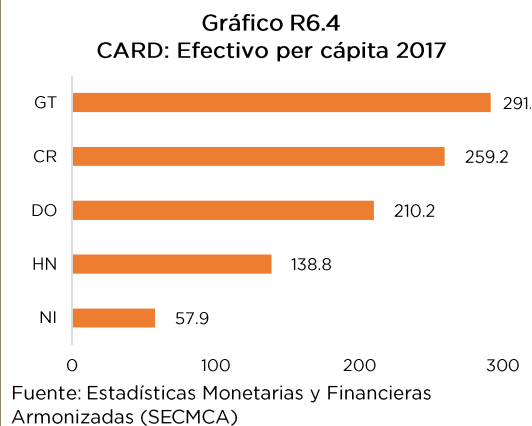
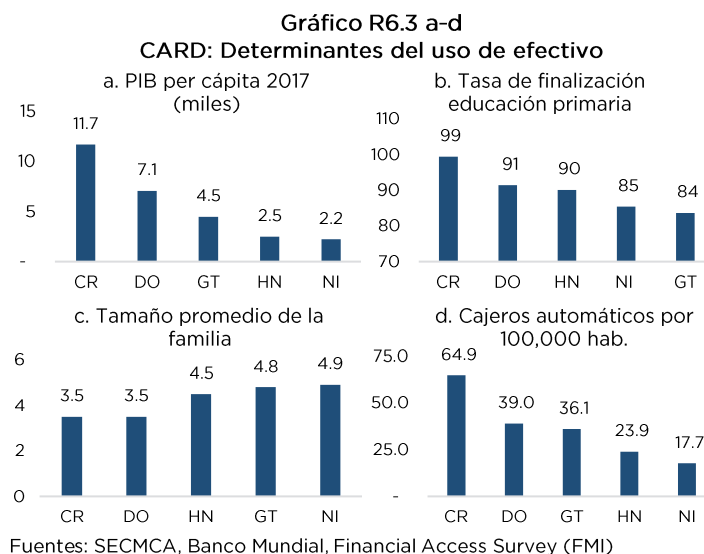


Fuente: Elaboración propia usando datos de SECMCA

<sup>1</sup> Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua y República Dominicana. El análisis excluye El Salvador al ser una economía dolarizada.

Camilo y Morla (2018) reseñan literatura en la que se señalan el ingreso, el nivel de educación, el tamaño de la familia y el acceso a los servicios financieros entre los factores que podrían explicar dichas diferencias. Como puede observarse en los Gráficos R6.3 a-d, salvo para el caso de Nicaragua (NI), estos cuatro determinantes guardan la relación esperada con el efectivo a PIB calculado, al ser CR y DO los dos países con mayor ingreso per cápita, mayores niveles de escolaridad, menor tamaño promedio de las familias, y mayor disponibilidad de cajeros y sucursales bancarias en Centroamérica.

Una medida adicional calculada por Rogoff (2016) es el efectivo (convertido a dólares) per cápita, el cual brinda una idea de las magnitudes en una unidad común. En el Gráfico R6.4 se presenta este indicador para 2017<sup>2</sup>. En promedio, cada dominicano mantenía en su poder el equivalente a US\$210 (unos RD\$10,100), por debajo de los US\$291 para el guatemalteco promedio y casi cuatro veces los US\$57 en manos de cada nicaragüense.



Estos montos son comparables en magnitud con los calculados por el autor en 2015 para Argentina (US\$201), Brasil (US\$234) o Chile (US\$444), pero distan mucho de los niveles observados para economías desarrolladas como Dinamarca (US\$1,823), Australia (US\$2,061), la Eurozona (US\$3,391) o EUA (US\$4,172).

Al analizar estos indicadores y contrastarlos con los de las economías desarrolladas, a pesar de que República Dominicana muestra una de las menores relaciones Efectivo/PIB de la región CARD, y que esta ha caído desde 2001, la evidencia parece indicar que un mayor nivel de desarrollo no necesariamente implicaría un abandono de los billetes y monedas, por lo que su uso podría mostrar un repunte en el futuro.

Los retos que presenta este escenario, tanto para la política monetaria, así como en lo que atañe al combate de las actividades ilícitas, el lavado de dinero y la evasión de impuestos, deben ser tomados en cuenta a la hora de formular políticas de bancarización y profundización del acceso al sistema financiero.

## Referencias

- Rogoff, K. (2016). "The curse of cash". Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Camilo, C., Morla, F., (2018). "Papel moneda: ¿Por qué permanece relevante?" *Oeconomía*, XII (1), 41.

<sup>2</sup> Este promedio se refiere al total de billetes y monedas emitidas **menos** el efectivo en caja de los bancos.



## V. Perspectivas Macroeconómicas y Balance de Riesgos

### V.A. Perspectivas del Entorno Internacional

Como se menciona anteriormente, las perspectivas de la economía mundial se han debilitado desde el IPoM de Noviembre 2018, motivadas por una moderación de la actividad en las economías avanzadas más acentuada de lo previsto y un incremento en los factores de incertidumbre global. No obstante, las perspectivas para las economías emergentes son ligeramente más favorables y se estima que se recuperen luego de haber enfrentado debilidades macroeconómicas en los trimestres más recientes.

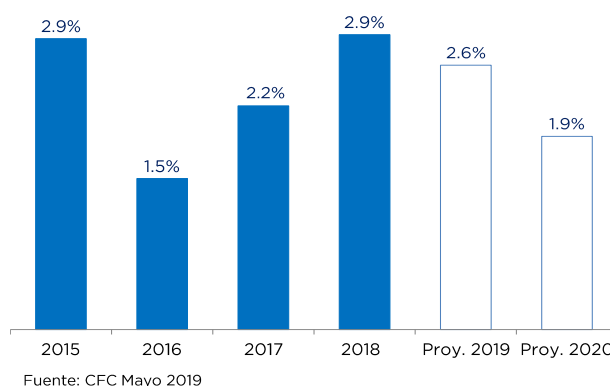
Las proyecciones de crecimiento mundial de *Consensus Forecasts* (CFC) han ido incorporando gradualmente la desaceleración de las principales economías y se han revisado a la baja desde noviembre de 2018, hasta ubicarse en 2.8% para 2019 y 2.7% en 2020. Estas correcciones reflejan los efectos de una mayor incertidumbre relacionada con las disputas comerciales, los cuales pudieran continuar incrementando e impactando negativamente las perspectivas de crecimiento

En este contexto, se espera una menor inflación mundial en 2019, considerando las menores presiones por el lado de la demanda y las previsiones sobre la evolución de los precios de petróleo. En efecto, la Agencia Internacional de Energía proyecta un precio promedio del WTI de US\$62.8 dólares por barril, menor al precio promedio de 2018. De este modo, las proyecciones de inflación mundial se ubican en torno a 2.6% tanto en 2019 como en 2020.

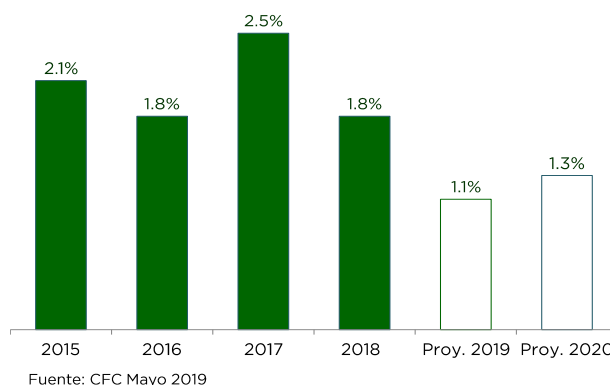
Dentro de las economías avanzadas, la actividad económica de EUA permanecería creciendo por encima de su potencial en 2019, sin embargo, distintos indicadores de coyuntura apuntan a una moderación. En este sentido, la proyección de crecimiento de EUA para 2019 es de 2.6% y se espera que se modere hasta ubicarse en 1.9% en 2020.

Las perspectivas de crecimiento de la ZE sugieren una ralentización más pronunciada de la actividad económica. Las principales economías de la región continuarían exhibiendo condiciones menos favorables, particularmente Alemania, Francia e Italia, las cuales han estado afectadas

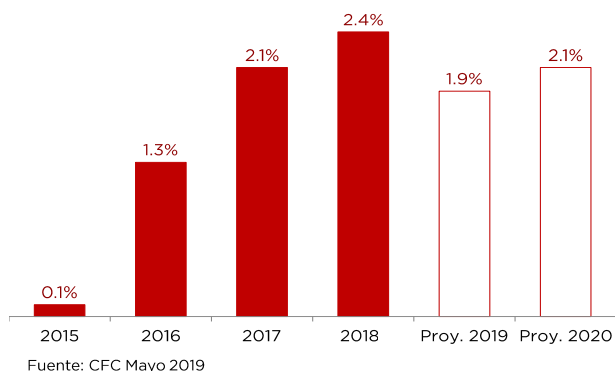
**Gráfico V. 1**  
**EUA: Proyección PIB Real**  
Variación Interanual (En %)



**Gráfico V. 2**  
**ZE: Proyección PIB Real**  
Variación Interanual (En %)



**Gráfico V. 3**  
**EUA: Proyección Inflación Interanual**  
 (En %)



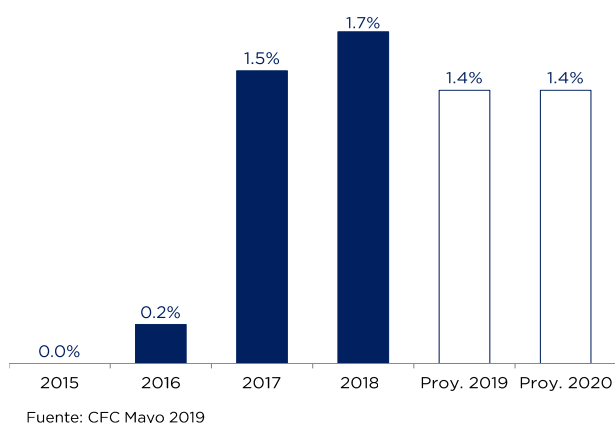
por factores idiosincráticos que han incidido sobre la producción desde finales de 2018.

Asimismo, la mayor incertidumbre sobre los conflictos comerciales y los términos del posible acuerdo del *Brexit* podrían continuar reflejándose en la evolución de la inversión privada en los países de la región. En efecto, las proyecciones para 2019 se han corregido a la baja desde noviembre de 2018, esperándose un crecimiento de 1.1%, de acuerdo a CFC. En 2020, la actividad económica de la región se expandiría 1.3%.

En lo concerniente a los precios en las economías avanzadas, la inflación de EUA se ubicaría en torno a 1.9% al cierre de 2019 y 2.1% en 2020. Al mismo tiempo, la variación de los precios de la ZE permanecería por debajo de la meta del BCE en los próximos dos años, situándose en 1.4% en 2019 y 2020. La evolución de la inflación de EUA y la ZE se sustentaría en un menor crecimiento de la actividad económica y precios de energía moderados.

En este escenario de crecimiento económico modesto, presiones inflacionarias reducidas e incertidumbre en el contexto internacional, la política monetaria en las economías avanzadas exhibiría una postura más acomodaticia. La Fed revisó a la baja sus proyecciones sobre la tasa de interés de fondos federales, sugiriendo que no se realizarían ajustes adicionales a esta tasa en 2019. Para 2020, se espera un único incremento de 25 puntos básicos.

**Gráfico V. 4**  
**ZE: Proyección Inflación Interanual**  
 (En %)



En tanto, los agentes del mercado consideran que el sesgo de la política monetaria podría ser aún más expansivo, indicando que el próximo ajuste a la tasa de interés de referencia podría ser a la baja. Por su parte, el BCE mantendría sin cambios la tasa de interés de política monetaria en 2019 e implementaría un programa para estimular la canalización del crédito al sector privado.

El panorama de las economías emergentes es más heterogéneo. Si bien grandes economías como China e India continuarían mostrando un crecimiento robusto en los próximos dos años, otros países enfrentan desafíos en términos macroeconómicos motivados esencialmente por factores domésticos. Tal es el caso de economías como Turquía y Argentina, cuyos desequilibrios y pobre desempeño macroeconómico podría continuar afectando a sus principales socios

comerciales, y al conjunto de economías emergentes, de forma más general.

Por otra parte, aunque la política monetaria más flexible en las economías avanzadas supondría condiciones financieras más favorables de lo previsto para las economías emergentes, esto ocurriría en un contexto de desaceleración del crecimiento e incertidumbre comercial y geopolítica, lo que podría afectar el crecimiento de estos países.

Para AL, las proyecciones de crecimiento se reducen a 1.3% en 2019, tomando en consideración las perspectivas menos favorables para las economías de mayor tamaño como México y Brasil. Por igual, las condiciones macroeconómicas se han deteriorado en aquellos países con vulnerabilidades importantes como Nicaragua, Argentina y Venezuela, los cuales continuarían en recesión en 2019. Para 2020 se espera que sólo Venezuela experimente una contracción, estimándose una caída del PIB de 21.5%.

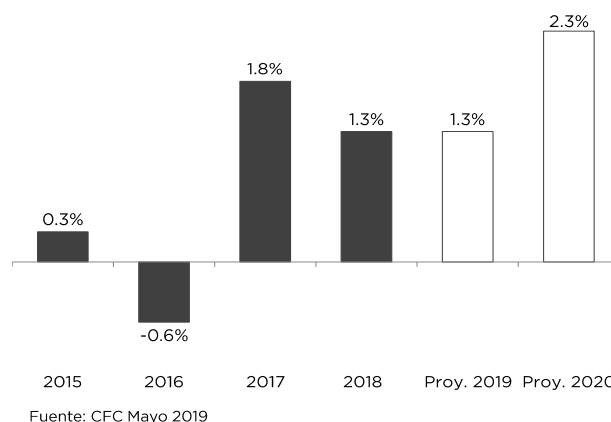
Una excepción a este panorama lo representan RD y Uruguay, cuyas perspectivas de crecimiento han mejorado para 2019. Respecto a la inflación, Venezuela y Argentina registrarían las tasas más altas. Al excluir ambos países, la inflación interanual de la región se ubicaría en 3.7% en 2019 y 3.6% en 2020.

## V.B. Perspectivas del Entorno Doméstico

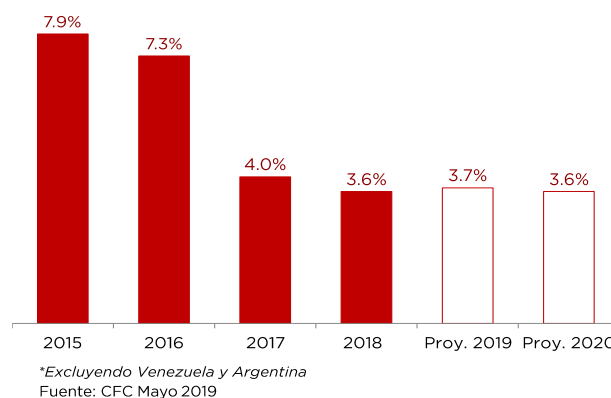
En el entorno doméstico, las perspectivas para la actividad económica se mantienen favorables y continuarían sustentadas por el consumo y la inversión privada. En 2018, el crecimiento económico fue superior al esperado, lo que proporcionó un impulso adicional a la actividad al inicio del año. Para 2019, se prevé que las medidas de política monetaria contribuyan a que la actividad económica continúe expandiéndose por encima del potencial con un crecimiento en torno a 5.5%, mientras que en 2020 el crecimiento se situaría en niveles cercanos a 5.0%.

Respecto al sector externo, las previsiones indican que el balance de cuenta corriente permanecería por debajo de su promedio histórico, en 1.5% del PIB. Las actividades generadoras de divisas evolucionarían de forma positiva, reflejando un tipo de cambio real más competitivo. En adición, EUA como principal socio comercial de RD

**Gráfico V. 5**  
**AL: Proyección PIB Real**  
Variación Interanual (En %)

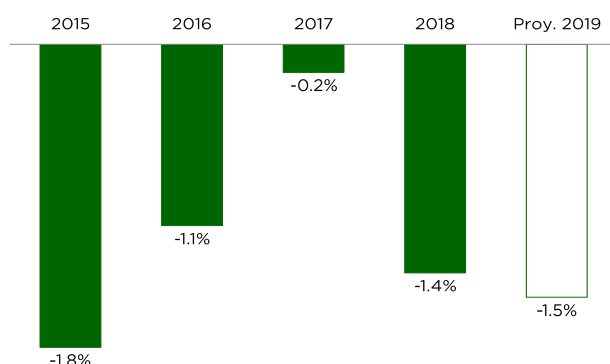


**Gráfico V. 6**  
**AL: Proyección Inflación Interanual**  
(En %)



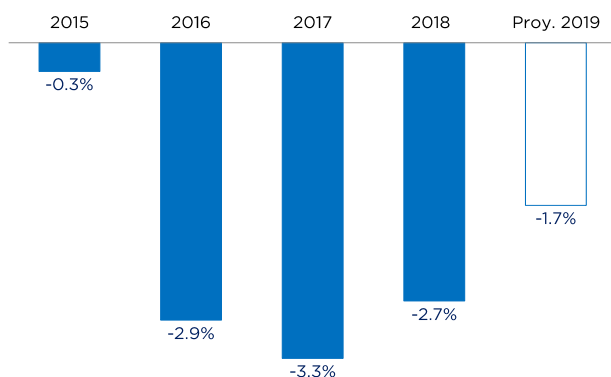


**Gráfico V. 7**  
**RD: Balance de Cuenta Corriente**  
 (Como % PIB)



Fuente: BCRD

**Gráfico V.8**  
**RD: Balance del Sector Público No Financiero**  
 Variación Interanual (En %)



Fuente: DIGEPRES

continuarían en una fase expansiva durante el presente año.

En este sentido, el impulso externo se mantendría positivo. Las exportaciones mostrarían un crecimiento similar al de 2018, expandiéndose 5.4% en 2019. A la vez, las importaciones aumentarían 4.6% interanual en el mismo período, reflejando precios de petróleo moderados que incidirían en una reducción de la factura petrolera. Así, el déficit de cuenta corriente se ubicaría en torno a 1.5% del PIB en 2019.

En relación a la política fiscal, se espera que continúe el proceso de consolidación de las cuentas fiscales. Los ingresos fiscales mantendrían el crecimiento exhibido en los últimos años, al igual que las erogaciones. El resultado primario del Gobierno Central registraría un superávit primario de 1.7% del PIB en 2019, conforme lo estipula el Presupuesto Nacional.

### V.C. Perspectivas de Inflación Doméstica

Las perspectivas sugieren que la inflación general continuaría estando influenciada en el corto plazo por la evolución de los precios de alimentos y combustibles. De forma particular, el escenario central de los pronósticos para los alimentos toma en consideración los posibles efectos de la sequía sobre los rubros agrícolas de mayor importancia. Hacia el mediano plazo, los principales factores que determinarían la evolución de los precios incluyen, además de los precios de alimentos, el comportamiento del precio internacional del petróleo y la evolución de la demanda agregada en un contexto de brecha de producto positiva en el horizonte de política monetaria.

De este modo, la inflación general se ubicaría en torno a 3.0% al cierre de 2019, retornando así al rango meta de 4.0%  $\pm$  1.0% y se espera que se mantenga dentro de éste durante 2020. La inflación subyacente se ubicaría entre 2.0% y 2.5% en 2019, incrementando gradualmente hasta ubicarse dentro del rango meta en 2020, reflejando los efectos de una brecha de producto positiva.

### V.D. Balance de Riesgos

Las perspectivas de crecimiento e inflación presentadas en este informe corresponden al escenario central del sistema de pronósticos. Sin embargo, existen algunos riesgos que podrían alterar la senda de estas variables respecto a lo proyectado. Por un lado, los riesgos en torno a

las proyecciones de crecimiento se encuentran balanceados. Por otro lado, las proyecciones centrales de inflación indican que la misma se mantendría baja durante 2019, aproximándose al límite inferior de la meta al cierre de año y convergiendo al centro del rango en el mediano plazo. Sin embargo, existen elementos que pudieran provocar una convergencia más rápida hacia el mediano plazo.

Los factores de riesgo sobre las proyecciones de crecimiento provienen principalmente del contexto internacional, aunque existen elementos del entorno doméstico que también deben considerarse. Por una parte, la economía dominicana podría continuar beneficiándose del impulso de la economía de EUA, nuestro principal socio comercial, aunque a mediano plazo podría esperarse una potencial moderación en el crecimiento estadounidense. Esto se uniría a la desaceleración del resto de economías avanzadas, lo que podría incidir en un crecimiento económico mundial menor al previsto. Por otra parte, la postura de política monetaria en las economías avanzadas podría tornarse más expansiva, generando condiciones financieras internacionales más favorables para las economías emergentes.

En particular, una profundización de los conflictos comerciales entre EUA y China o la posibilidad de un *Brexit* desordenado podrían aumentar la incertidumbre y afectar la demanda agregada mundial. Adicionalmente, los factores idiosincráticos que actualmente afectan a un grupo de economías emergentes podrían prolongarse, lo que debilitaría la actividad económica mundial.

En lo concerniente a los factores domésticos, es oportuno considerar el impacto que tendría la sequía sobre la producción agrícola. Por otra parte, se espera que la medida de liberación de recursos del encaje legal contribuya a que la actividad económica crezca por encima de su potencial, apoyada en el impulso de la demanda interna.

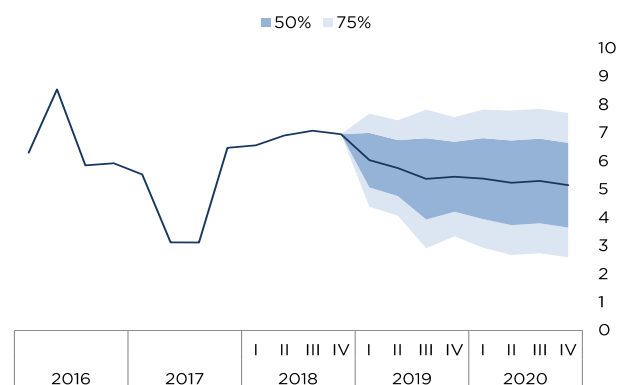
En tanto, el sesgo de las perspectivas de inflación sugiere que existen presiones inflacionarias que pudieran materializarse en el mediano plazo. Estos riesgos proceden, en gran medida, del entorno doméstico. En particular, la duración y magnitud de los efectos de la sequía podrían incrementar los precios de los alimentos más allá

**Tabla V.1**  
**Proyecciones Macroeconómicas BCRD**

Variables	2018	2019*	2020*
PIB Real <sup>a</sup> (Crecimiento)	7.0%	5.5%	5.0%
Inflación <sup>a</sup> (Fin de Período)	1.2%	3.0%	4.0%
Precio Promedio WTI <sup>b</sup> (US\$ por Barril)	65.1	62.8	63.0
PIB Real USA <sup>c</sup> (Crecimiento)	2.9%	2.6%	1.9%
PIB Economía Mundial <sup>c</sup> (Crecimiento)	3.1%	2.8%	2.7%

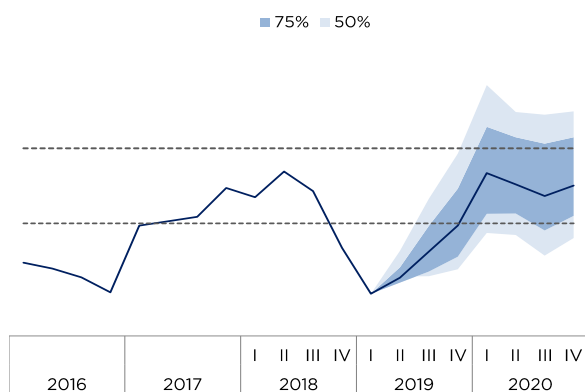
\*Proyecciones  
Fuente: a) BCRD, b) EIA, c) Consensus Forecasts

**Gráfico V. 9**  
**RD: Proyección PIB Real**  
Variación Interanual (En %)



Fuente: BCRD

**Gráfico V. 10**  
**RD: Proyección de Inflación General**  
 (En %)



Fuente: BCRD

de lo contemplado en el escenario central de los pronósticos.

Asimismo, la aplicación del incremento salarial anunciado por el gobierno a principios de 2019 y el aumento de salarios del sector privado que aún se discute representaría un aumento en los costos de las empresas. Además, un mayor ingreso disponible para los hogares, unido a una brecha de producto que permanece positiva, podría ejercer ciertas presiones sobre los precios. Sin embargo, es importante tomar en cuenta que los niveles de inflación se han mantenido bajos, por lo que estos factores no pondrían en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación.

En cuanto al entorno internacional, el principal riesgo sobre la inflación se relaciona con la trayectoria de los precios del petróleo. Considerando la trayectoria reciente, existe la posibilidad de que la cotización del crudo se mantenga por encima de lo contemplado ante condiciones de oferta más restringidas relacionadas a la menor oferta por las sanciones sobre Irán y Venezuela. No obstante, el impacto definitivo estará influenciado por el cumplimiento de los acuerdos de la OPEP y Rusia para el recorte de producción.

En este contexto, el BCRD continuará dando seguimiento a la evolución del entorno internacional y doméstico, con énfasis en la evolución de la normalización de la política monetaria de EUA, así como la evolución del precio del petróleo. De este modo, hacia el futuro se adoptarían las medidas necesarias para garantizar la estabilidad macroeconómica y el logro de la meta de inflación en el horizonte de política monetaria.

## Referencias Bibliográficas

---

Bonis, B., J. Ihrig y M. Wei (2017) "The effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates". FED NOTES.

Camacho, F. y J. González (pendiente de publicación), "La Política Monetaria ante Choques de Oferta".

Camilo, C., Morla, F., (2018). "Papel moneda: ¿Por qué permanece relevante?" *Oeconomia*, XII (1), 41.

Checo, A., Mejía, M., & Ramírez, F. (2017). "El Rol de los Regímenes de Precipitaciones sobre la Dinámica de Precios y Actividad del Sector Agropecuario de la República Dominicana Durante el Período 2000-2016. Documento de Trabajo, BCRD.

Chinn, O. y J. Kucko (2010) "The predictive power of the yield curve across countries and time" NBER Working Paper Series.

Estrella, A. y F. Mishkin (1997) "The predictive power of the term structure of interest rates in Europe and the United States: Implications for the European Central Bank". *European Economic Review*. No 41: pp. 1375-1401.

Federal Reserve Economic Data (2019) FRED Data.

Heller, P. & Haas, R. & Mansur, A. (1986). "A review of the fiscal impulse measure". *International Monetary Fund (IMF)*.

Ize, A., y E. Yeyati. (2001). "Financial Dollarization". *Journal of International Economics* 59(2003) 323-347

Jiménez, G. & Santana, L. (2013). "Indicador de Impulso Fiscal para la República Dominicana". *Oeconomia*.

León R., C., y A. Revéiz H. (2008). "La Dolarización Financiera: Experiencia Internacional y Perspectivas para Colombia". *Revista de Economía Institucional*. Vol. 10, No. 18, pp 313-341

Mendonça (2004). Midiendo la credibilidad del esquema de Metas de Inflación en Brasil. *Revista de Economía Política*, 24(3).

Pagliacci, C. "Are we ignoring supply shocks? A proposal for monitoring cyclical fluctuations".

Philip, R. & Janssen, J. (2002). "Indicators of Fiscal Impulse for New Zealand". *New Zealand Treasury*.

Rennhack, R., y M. Nozaki. (2006). "Financial Dollarization in Latin America". *IMF Working Paper*. WP/06/7

Rogoff, K. (2016). "The curse of cash". Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

Schinasi, G. (1986). "International comparisons of fiscal policy: The OECD and the IMF measures of fiscal impulse". *International Monetary Fund (IMF)*.

United States Agency for International Development. (2017). *Climate Risk Profile: Dominican Republic*.

Wheelock, D. (27 de diciembre de 2018) "Can an Inverted Yield Curve Cause a Recession?" *Federal Reserve Bank of Saint Louis Blog*. Recuperado de <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2018/december/inverted-yield-curve-cause-recession?>

# Índice de Tablas y Gráficos

---

## Tablas:

Proyecciones Macroeconómicas RD.....	10
--------------------------------------	----

## Gráficos:

Gráfico II.1. EUA: PIB Real, Variación Interanual.....	11
Gráfico II.2. EUA: Descomposición del Crecimiento, Variación Intertrimestral Anualizada.....	11
Gráfico II.3. EUA: Desempleo.....	11
Gráfico II.4. EUA: Inflación Interanual.....	12
Gráfico II.5. EUA: Eurodólar, Dólar por Euro.....	12
Gráfico II.6. ZE: PIB Real, Variación Interanual.....	12
Gráfico II.7. ZE: Desempleo.....	13
Gráfico II.8. ZE: Inflación Interanual.....	13
Gráfico II.9. AL: PIB Real, Variación Interanual.....	13
Gráfico II.10. AL: PIB Real 2018, Variación Interanual.....	13
Gráfico II.11. Precios Petróleo WTI, Promedio Mensual.....	14
Gráfico II.12. Precio del Oro, Promedio Mensual.....	14
Gráfico II.13. Índice de Alimentos y Bebidas del FMI, Variación Interanual.....	15
Gráfico III.1. RD: PIB Real Trimestral, Variación Interanual.....	19
Gráfico III.2. RD: Préstamos al Sector Privado, Variación Interanual.....	19
Gráfico III.3. RD: Tasa de Desempleo Abierta.....	20
Gráfico III.4. RD: Cuenta Corriente Enero-Diciembre.....	20
Gráfico III.5. RD: Exportaciones Totales Enero-Diciembre, Variación Interanual.....	20
Gráfico III.6. RD: Ingresos y Gastos del Gobierno Central, Variación Interanual.....	21
Gráfico III.7. RD: Inflación General, Variación Interanual.....	21
Gráfico III.8. RD: Inflación por Grupos, Variación Interanual.....	21
Gráfico III.9. RD: Inflación por Tipo de Bienes, Variación Interanual.....	22
Gráfico III.10. RD: Inflación Subyacente, Variación Interanual.....	22
Gráfico III.11. RD: Expectativas de Crecimiento e Inflación, Cierre Dic. 2019.....	23
Gráfico IV.1. RD: Corredor de Tasas de Interés.....	29
Gráfico IV.2. RD: TPM y Tasa de Interés Interbancaria.....	29
Gráfico IV.3. RD: Tasas de Interés Bancos Múltiples, Promedio Ponderado.....	30
Gráfico IV.4. RD: Préstamos al Sector Privado en MN, Variación Interanual.....	30
Gráfico IV.5. RD: Medio Circulante (M1), Variación Interanual.....	30
Gráfico V.1. EUA: Proyección PIB Real, Variación Interanual.....	39
Gráfico V.2. ZE: Proyección PIB Real, Variación Interanual.....	39
Gráfico V.3. EUA: Proyección Inflación Interanual.....	40
Gráfico V.4. ZE: Proyección Inflación Interanual.....	40
Gráfico V.5. AL: Proyección PIB Real, Variación Interanual.....	41
Gráfico V.6. AL: Proyección Inflación Interanual.....	41
Gráfico V.7. RD: Proyección Balance de Cuenta Corriente, Como % del PIB.....	42
Gráfico V.8. RD: Proyección Balance del Sector Público No Financiero, Variación Interanual.....	42
Gráfico V.9. RD: Proyección Crecimiento PIB Real, Variación Interanual.....	43
Gráfico V.10. RD: Proyección Inflación General, Variación Interanual.....	44

# Glosario de Abreviaturas

---

AL	América Latina
AyB	Alimentos y Bebidas No Alcohólicas
BC	Banco(s) Central(es)
BCE	Banco Central Europeo
BCRD	Banco Central de la República Dominicana
BMR	Base Monetaria Restringida
CAPRD	Centroamérica, Panamá y República Dominicana
CFC	Consensus Forecasts
COMA	Comité de Operaciones de Mercado Abierto
EDE	Encuesta de Opinión Empresarial al Sector Manufacturero
EEM	Encuesta de Expectativas Macroeconómicas
EMI	Esquema de Metas de Inflación
EUA	Estados Unidos de América
FAO	Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura
FBK	Formación Bruta de Capital
FED	Reserva Federal
FMI	Fondo Monetario Internacional
GC	Gobierno Central
IED	Inversión Extranjera Directa
IMAE	Índice Mensual de Actividad Económica
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPoM	Informe de Política Monetaria
ISPM	Indicador de Sobrerreacción de la Política Monetaria
MN	Moneda Nacional
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
OSD	Otras Sociedades de Depósitos
PIB	Producto Interno Bruto
RD	República Dominicana
REPOS	Reportos
SPNF	Sector Público No Financiero
SVAR	Vectores Autorregresivos Estructurales
TCR	Tipo de Cambio Real
TPM	Tasa de Política Monetaria
WTI	West Texas Intermediate
ZE	Zona Euro



