



Informe de Política Monetaria

Diciembre 2020



BANCO CENTRAL
REPÚBLICA DOMINICANA



BANCO CENTRAL
REPÚBLICA DOMINICANA

Informe de Política Monetaria

Diciembre 2020

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

© 2020 Banco Central de la República Dominicana

Informe de Política Monetaria / Banco Central de la República Dominicana. Departamento de Programación Monetaria y Estudios Económicos. Santo Domingo: Banco Central de la República Dominicana, 2011-

ISSN impreso 2226-0889

ISSN en línea 2226-5201

1. Política monetaria – República Dominicana ©
Diciembre 2020 Publicaciones del Banco Central de la República Dominicana

Editor:

Joel Tejeda Comprés, Julio Andújar Scheker y Joel González Pantaleón

Colaboradores:

El Informe de Política Monetaria es elaborado por el Departamento de Programación Monetaria y Estudios Económicos, bajo la dirección general de Joel González Pantaleón, Director. La preparación del informe estuvo a cargo de la Subdirección de Política Monetaria, coordinado por Fadua Camacho. El equipo de trabajo estuvo conformado por Salomé Pradel, Camila Camilo y Edmundo Houellemont. Se agradece la colaboración del resto del Departamento de Programación Monetaria y Estudios Económicos, en especial los comentarios de Ellen Pérez, Gladys Jiménez, Patricia Pérez, Alexander Medina y María del Carmen Cassá, así como las contribuciones del Departamento de Cuentas Nacionales y Estadísticas Económicas y el Departamento Internacional.

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 30 de diciembre de 2020. 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 $TPM \pm 50$ 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, que sube a su página web, lo envía a todos los medios impresos y digitales, a los agentes económicos y a la banca; y lo divulga a través de sus redes sociales, en el cual informa al público la decisión adoptada y expone los principales argumentos que la apoyan. También, se publica una infografía en las redes sociales con un resumen de los principales argumentos que justifican la decisión. Adicionalmente, semestralmente, el BCRD publica en su página web y en sus redes sociales 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. A partir de junio de 2020, el IPoM es publicado en los meses de junio y diciembre de cada año, manteniendo su periodicidad semestral. En este sentido, las nuevas fechas de publicación consideran la oportunidad de la información, de forma que favorezca la toma de decisiones por parte de los agentes económicos.

Contenido

I. Resumen ejecutivo.....	9
----------------------------------	----------

II. Entorno internacional.....	11
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

III. Entorno doméstico.....	17
III.A Evolución de la actividad económica.....	17
III.B Condiciones del sector externo.....	18
III.C Política fiscal.....	20
III.D Evolución de los precios.....	21
III.E Expectativas de mercado.....	22

IV. Implementación de la política monetaria.....	27
IV.A Medidas recientes y resultados	27

V. Perspectivas macroeconómicas y balance de riesgos.....	35
V.A Perspectivas del entorno internacional.....	35
V.B Perspectivas del entorno doméstico.....	38
V.C Perspectivas de inflación doméstica	40
V.D Balance de riesgos.....	41

Referencias bibliográficas.....	45
----------------------------------------	-----------

Lista de recuadros

Recuadro 1:	Impacto macroeconómico del financiamiento público en República Dominicana	23
Recuadro 2:	Impacto sobre la inflación de la pandemia de COVID-19.....	25
Recuadro 3:	Indicador de condiciones financieras y su vínculo con la política monetaria.....	31
Recuadro 4:	Incremento de la demanda por efectivo durante la pandemia de COVID-19.....	33
Recuadro 5:	Expectativas económicas en tiempos de COVID-19.....	43

I. Resumen ejecutivo

Desde la publicación del IPoM de junio de 2020, en el entorno internacional ha prevalecido la incertidumbre asociada a la evolución de los contagios del COVID-19. En este contexto, la actividad económica mundial presentó caídas pronunciadas en el segundo trimestre del año, aunque los datos más recientes sugieren una recuperación incipiente del crecimiento económico durante el tercer trimestre en la mayoría de los países, a medida que se levantaban las medidas de confinamiento.

En Estados Unidos de América (EUA), la economía registró una caída de 2.8% interanual en el tercer trimestre, observándose signos de mejoría en la demanda interna. A la vez, la tasa de desempleo se redujo hasta ubicarse en 6.7% en noviembre. Mientras, la inflación alcanzó 1.2% interanual en igual período. Ante este escenario, la Reserva Federal (Fed) mantuvo una postura monetaria altamente expansiva, manteniendo la tasa de interés de fondos federales en el rango de 0-0.25% anual e inyectando liquidez a través de operaciones de repos y programas de crédito directo e indirecto, entre otros. Asimismo, la Fed anunció la modificación de su esquema de política, enfocando sus esfuerzos en mantener una inflación promedio cercana al 2.0%, y poniendo más énfasis en mantener bajo el desempleo.

En la zona euro (ZE), la actividad económica se contrajo 4.3% interanual en el tercer trimestre, impactada por el debilitamiento del sector servicios. En este contexto, la tasa de desempleo ha aumentado gradualmente a 8.4% en octubre, a la vez que la inflación se redujo a -0.3% interanual en noviembre. En consecuencia, el Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de diciembre, amplió las medidas de provisión de liquidez a los mercados, principalmente a través de su programa de compras de activos públicos y privados, así como de su programa de refinanciamiento a largo plazo con tasas de interés negativas.

Respecto a América Latina (AL), el crecimiento se ralentizó de manera generalizada en los países de la región, afectado por una evolución menos favorable de la propagación del COVID-19. No obstante, el panorama inflacionario fue mixto, ya que algunas economías estuvieron sujetas a mayores costos de producción, mientras que otras presentaron menores presiones frente a la debilidad de la demanda interna. En este contexto, la mayoría de los bancos centrales continuaron

reduciendo su TPM en el segundo semestre, a la vez que ampliaron sus programas de provisión de liquidez.

Por otro lado, la evolución de los precios de las materias primas ha estado condicionada por la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la actividad económica mundial. En particular, el precio del petróleo intermedio de Texas (WTI) se recuperó a US\$40.9 por barril en noviembre, reflejando mejores perspectivas de demanda ante los avances en el desarrollo de vacunas contra el COVID-19. Por su parte, el oro continuó fungiendo como refugio de valor en un contexto de alta incertidumbre, ubicándose por encima de los US\$1,800 por onza troy en noviembre.

En el entorno doméstico, la actividad económica ha mostrado una tendencia gradual hacia la recuperación a partir del tercer trimestre de 2020, si bien los efectos del choque adverso del COVID-19 sobre la economía han sido mayores a los contemplados en el IPoM de junio. De esta forma, el indicador mensual de actividad económica (IMAE) alcanzó una variación interanual de -3.4% en noviembre, luego de tocar fondo en abril con una contracción de -29.8%.

El sector externo de la economía ha sido uno de los más afectados por las medidas de confinamiento y restricción de movilidad adoptadas para combatir la pandemia. Sin embargo, tras la reapertura gradual de las economías se ha observado una recuperación paulatina del flujo de divisas proveniente de actividades como las exportaciones, así como por el alto dinamismo exhibido por las remesas familiares, lo que ha compensado parcialmente el impacto negativo de la pandemia sobre el sector turismo.

Por su parte, la política fiscal ha enfrentado un reto importante ante las medidas implementadas para la contención de la crisis de salud, la cual ha supuesto un incremento del gasto relacionado a las medidas sanitarias y a los programas de protección social, así como la reducción en las recaudaciones del Gobierno. De esta forma, el más reciente Presupuesto Nacional complementario aprobado para 2020 presenta un resultado global del Gobierno Central (GC) de -9.3% del PIB, superior al -2.2% del PIB contemplado en el presupuesto original.

En tanto, la inflación general mostró una tendencia al alza en el segundo semestre de 2020, impactada

por choques transitorios que han afectado la dinámica de costos, particularmente asociada a los precios de los grupos de alimentos y bebidas y de transporte. En efecto, la inflación interanual aumentó hasta situarse en 5.26% en noviembre, ubicándose ligeramente por encima del límite superior del rango meta de 4.0%±1.0%. A su vez, la inflación subyacente ascendió a 4.61% interanual.

Para contrarrestar el impacto de la pandemia sobre la economía dominicana, desde el mes de marzo, las autoridades monetarias han estado aplicando medidas de flexibilización. En su reunión de agosto, el BCRD decidió reducir su TPM en 50 puntos básicos (pbs.), de 3.50% a 3.00% anual, acumulando una disminución de 150 pbs. desde marzo. A la vez, la tasa de interés sobre la facilidad permanente de expansión (repos a 1 día) se redujo en 100 pbs. y la tasa de interés sobre los depósitos de corto plazo (overnight) se mantuvo en 2.50% anual. De esta forma, el corredor de tasas de interés sobre las facilidades permanentes de liquidez se define actualmente como la TPM ± 50 pbs. Adicionalmente, se implementaron nuevas medidas de provisión de liquidez en moneda nacional, las cuales incluyen la creación de la facilidad de liquidez rápida (FLR). Así, el paquete de provisión de liquidez del BCRD asciende a unos RD\$190 mil millones. La implementación oportuna de las medidas de estímulo monetario se reflejó en la flexibilización de las condiciones financieras domésticas, donde las tasas de interés activas de mercado han presentado una reducción importante de más de 300 p. bs. respecto a marzo, a la vez que el crédito continúa mostrando una de las mayores tasas de expansión de la región de AL.

Las perspectivas en el contexto internacional se han tornado menos pesimistas, apoyadas en la recuperación observada a partir del tercer trimestre del año. En efecto, Consensus Forecasts espera una contracción de 4.2% para la economía mundial en 2020, seguido de un repunte de 4.8% para 2021, en un contexto de bajas presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Para las economías avanzadas, se espera que EUA registre una contracción de 3.6% y la ZE mostraría una caída de 7.3% para el cierre de 2020. En cuanto a 2021, se proyecta un crecimiento de 4.0% para EUA, y de 4.7% para la ZE. Por otro lado, con excepción de China, las economías emergentes continuarían impactadas por los efectos del COVID-19, si bien sus perspectivas para este año

han mejorado. En el caso de AL, CFC revisó a la baja su previsión para la región a -7.3% para 2020, proyectando una senda de recuperación gradual en 2021, para un crecimiento esperado de 4.2%.

En el entorno doméstico, se espera que se mantenga el proceso de recuperación gradual de la economía observado en los últimos meses, pues luego de haberse contraído en torno al 30% en abril, se prevé una caída del producto interno bruto (PIB) real en torno a -6.7% y -6.8% para 2020, a medida que se ha afianzado el restablecimiento paulatino de la actividad económica en términos trimestrales. Este impulso del ritmo de crecimiento se acarrearía hacia 2021, estimándose un crecimiento de la actividad económica superior al potencial, impulsada por la progresiva mejoría tanto de la demanda interna como externa.

En cuanto a la evolución de los precios, la inflación se ubicaría en torno a 5.5% interanual al cierre de 2020, en reflejo de los choques transitorios recientes sobre los precios del grupo de alimentos y de transporte. En 2021, durante los primeros meses del año, la inflación se ubicaría ligeramente por encima del límite superior de la meta de manera transitoria, y luego convergería al valor central del rango meta, conforme se disipen estos choques y continúe la recuperación de la demanda interna, consistente con las expectativas del mercado.

Proyecciones macroeconómicas

Variables	2019	2020*	2021*
PIB real ^a (Crecimiento)	5.1%	(-6.7%, -6.8%)	6.0%
Inflación ^a (Fin de período)	3.7%	5.5%	4.0%
Precio promedio WTIB ^b (US\$ por barril)	57.0	39.0	45.8
PIB real EUA ^c (Crecimiento)	2.2%	-3.6%	4.0%
PIB economía mundial ^c (Crecimiento)	2.8%	-4.2%	4.8%

*Proyecciones

Fuente: a) BCRD, b) EIA, c) Consensus Forecast

II. Entorno internacional

En el transcurso del segundo semestre de 2020, el panorama internacional se ha mantenido condicionado por el choque negativo ocasionado por la pandemia del COVID-19 y se ha caracterizado por una incipiente recuperación. La actividad económica mundial ha ido mejorando gradualmente, observándose en el tercer trimestre caídas menos pronunciadas, conforme se flexibilizaron paulatinamente las medidas de confinamiento adoptadas desde marzo. No obstante, tras experimentar rebrotes del virus, a partir del mes de octubre algunas economías avanzadas han reinstaurado las medidas de confinamiento. Dado este panorama, los bancos centrales, de economías tanto avanzadas como emergentes, han mantenido vigentes amplios programas de estímulo monetario, lo que ha contribuido a sostener condiciones financieras favorables en los mercados internacionales.

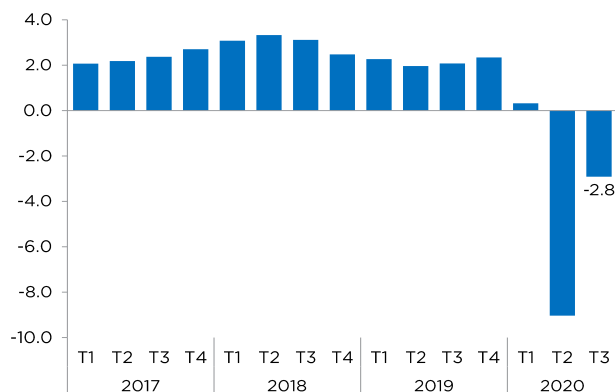
II.A. Estados Unidos de América (EUA)

Luego de contraerse un 9.0% interanual en el segundo trimestre de 2020, la economía de EUA registró una caída de 2.8% en el período julio-septiembre. En ese sentido, si bien los efectos adversos del choque del COVID-19 continuaron reflejándose sobre el producto interno bruto (PIB), la mejoría se relaciona con el relajamiento parcial de las medidas de restricción a la movilidad impuestas para frenar la expansión de la pandemia. En efecto, en el tercer trimestre se observó una recuperación de la demanda interna, principalmente influenciada por la menor caída del consumo (-2.8%) y de la inversión privada (-3.4%).

Por igual, los indicadores del mercado laboral estadounidense han continuado restableciéndose, aunque el desempleo ha permanecido por encima de los niveles pre-pandemia. Luego de que la tasa de desempleo alcanzara un máximo de 14.7% en abril, en los meses posteriores mostró una tendencia a la baja, para ubicarse en 6.7% en noviembre. En ese sentido, las holguras de capacidad en el mercado laboral se han ido reduciendo a la par de la reactivación gradual de la actividad económica, al recuperarse más de la mitad de los puestos de trabajo destruidos a inicios de la pandemia.

En línea con la mejoría relativa en la demanda interna, la inflación subyacente mostró una tendencia al alza a partir de junio, hasta alcanzar

Gráfico II.1
EUA: PIB real
Variación interanual (%)



Fuente: Bureau of Economic Analysis (BEA)

Tabla II.1
EUA: Descomposición del crecimiento
Variación interanual(%)

	2019	2020 T1	2020 T2	2020 T3
Consumo privado	2.5	0.2	-10.2	-2.8
Gasto gobierno	3.0	2.7	2.1	0.3
Formación bruta de capital	-1.0	-4.2	-16.9	-3.4
Exportaciones netas	4.6	-13.2	-18.5	7.2

Fuente: BEA

Gráfico II.2
EUA: Desempleo
(%)



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics

Gráfico II.3
EUA: Inflación interanual
(%)



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics

1.7% interanual en noviembre. Por igual, la inflación general se incrementó desde junio, para una tasa de 1.2% interanual en noviembre, como respuesta, principalmente, al aumento en los precios de los alimentos. Por otro lado, el índice de precios de gastos de consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés)- indicador objetivo de la Reserva Federal (Fed) - se situó en 1.2% interanual en octubre y continuó por debajo de 2.0%.

En ese sentido, en agosto, la Fed anunció una nueva estrategia de política monetaria, mediante la cual estableció como meta que la inflación se sitúe en promedio en 2.0%. De esta manera la Fed permitiría períodos de inflación por encima de la meta para compensar episodios previos donde se hayan producido desvíos negativos, otorgando mayores espacios para apoyar la generación de empleos en la fase baja del ciclo económico, como está sucediendo en la actual coyuntura.

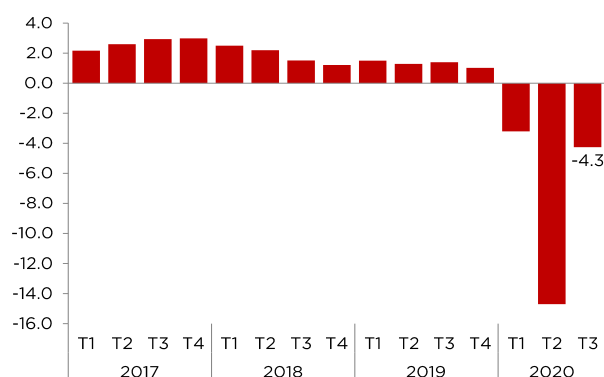
Gráfico II.4
EUA: Eurodólar
(Dólar por euro)



Fuente: FRED

El proceso de recuperación gradual de la actividad económica ha estado apoyado por una postura monetaria altamente expansiva. En efecto, la Fed ha mantenido la tasa de fondos federales en el rango de 0-0.25% anual desde marzo, y ha continuado implementando extensos programas de flexibilización cuantitativa basados en la provisión de liquidez a través de repos, compras de títulos públicos y privados en el mercado secundario y programas de canalización de crédito para las micro, pequeñas y medianas empresas.

Gráfico II.5
ZE: PIB real
Variación interanual (%)



Fuente: EuroStat

II.B. Zona euro (ZE)

La actividad económica de la ZE exhibió una recuperación parcial en el tercer trimestre de 2020, al contraerse un 4.3% interanual, lo que significó una mejora importante respecto a la caída de 14.8% interanual del trimestre anterior. No obstante, algunos indicadores de más alta frecuencia han comenzado a debilitarse a partir de octubre, lo que refleja la aceleración de los contagios de COVID-19 en algunas economías del bloque y la consecuente reimposición de algunas medidas de confinamiento y aislamiento social. En ese sentido, el sector servicios ha sido particularmente afectado, donde el índice compuesto de gestores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) del sector se ubicó en 41.7 en noviembre, por debajo del umbral de los 50 puntos que indica una recuperación respecto al

mes anterior, mientras que el correspondiente al sector de manufacturas se moderó a 53.8 en igual período.

La respuesta del mercado laboral en la ZE ante el debilitamiento de la actividad económica ha sido más gradual, en comparación con otras economías como EUA. La tasa de desempleo aumentó, desde 7.4% en marzo, hasta situarse en 8.4% en octubre. Este comportamiento refleja las medidas de apoyo al empleo adoptadas por los países europeos por medio de esquemas de subsidios a empleos con horario reducido.

En un contexto de deterioro de la demanda interna, las presiones inflacionarias se mantuvieron bajas y migraron hacia el terreno negativo a partir de agosto. En efecto, en noviembre, la inflación interanual fue de -0.3%, influenciada principalmente por la caída de 8.3% interanual de los precios de la energía. Por su parte, la inflación subyacente fue de 0.2% interanual en igual período, en respuesta a la moderación de la inflación de servicios y de los bienes industriales no energéticos.

Ante este escenario, el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido la tasa de depósitos de corto plazo (overnight) en -0.50% anual. En el mes de diciembre, el BCE amplió su programa de provisión de liquidez a través de la compra de títulos públicos y privados en el mercado secundario en €500 mil millones, extendiendo además su vigencia hasta el primer trimestre de 2022. Asimismo, extendió los programas de canalización del crédito privado, con tasas de interés negativas, por medio de las entidades de intermediación financiera (EIF).

II.C. América Latina (AL)

En términos macroeconómicos, AL continúa exhibiendo un panorama complejo desde la publicación del IPoM de junio de 2020, influenciado por una evolución menos favorable de la propagación del COVID-19. En efecto, la trascendencia de la pandemia en la región incidió en que las medidas de confinamiento se implementaran por un período más prolongado que en otras zonas del mundo. En consecuencia, el crecimiento se ralentizó de manera generalizada en los países latinoamericanos, con un mayor debilitamiento en las economías exportadoras de materias primas, así como en aquellas que presentaban vulnerabilidades económicas previo a la pandemia. De este modo, economías como Panamá, Perú, Argentina y Ecuador registraron

Gráfico II.6
ZE: Desempleo
(%)

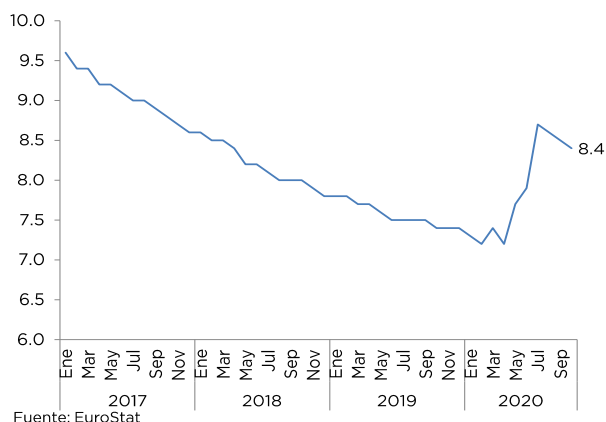


Gráfico II.7
ZE: Inflación interanual
(%)

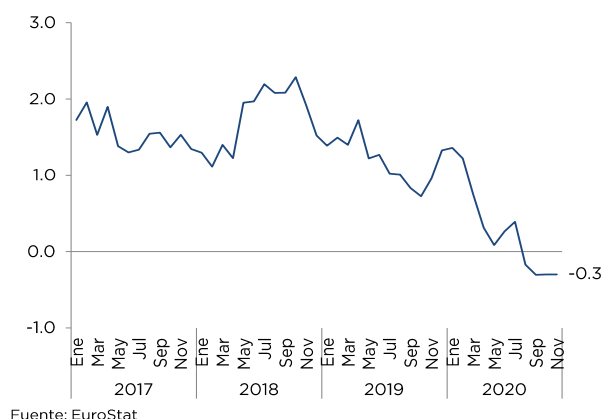
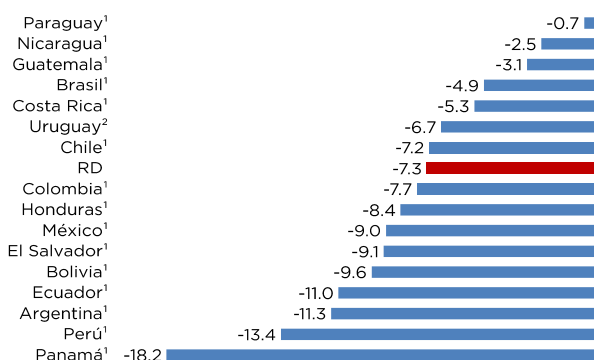


Gráfico II.8

AL: Indicador mensual de actividad económica
Variación interanual acumulada noviembre (%)



¹Corresponde al Índice Mensual de Actividad Económica enero-octubre 2020.
²Corresponde al Producto Interno Bruto de enero-septiembre 2020.
Fuente: Bancos Centrales e Institutos de Estadísticas de los países.

Gráfico II.9
Precio petróleo WTI
Promedio mensual (US\$/barril)

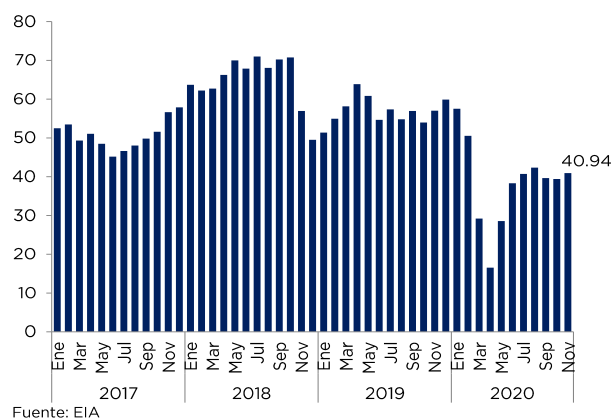


Gráfico II.10
Precio del oro
Promedio mensual (US\$/onza troy)



las mayores caídas en el crecimiento económico acumulado a octubre de 2020, equivalentes a -18.2%, -13.4%, -11.3% y -11.0%, respectivamente.

En términos inflacionarios, sin embargo, el panorama fue mixto. Para algunas economías, como Brasil, México y Guatemala, la evolución de los precios mostró una tendencia al alza, respondiendo principalmente a mayores costos de producción, en particular del grupo de alimentos. En cambio, otras economías de la región exhibieron menores tasas de inflación, guiadas por las bajas presiones por el lado de la demanda. Adicionalmente, las presiones cambiarias se han reducido ante la depreciación del dólar en los mercados internacionales y la menor percepción de riesgo para las economías emergentes respecto a lo observado al inicio de la crisis sanitaria.

Ante el impacto severo del choque sobre la economía, las acciones de los bancos centrales de la región estuvieron enfocadas de forma generalizada en impulsar la demanda interna, mediante el mantenimiento de condiciones financieras favorables para complementar las medidas fiscales de apoyo al empleo y a la producción. De esta forma, en el segundo semestre, la mayoría de los bancos centrales continuaron recortando sus tasas de política monetaria, ubicándolas en niveles históricamente bajos. Además, se han incorporado o se han ampliado medidas de provisión de liquidez puestas en marcha en el primer semestre del año, las cuales han incluido reducciones en la tasa de encaje legal, creación de líneas de crédito y compras de títulos públicos y privados.

II.D. Precios del petróleo y otras materias primas

El comportamiento de los precios de las materias primas ha estado condicionado por la evolución de la economía mundial y la incertidumbre sobre el ritmo de recuperación de la misma.

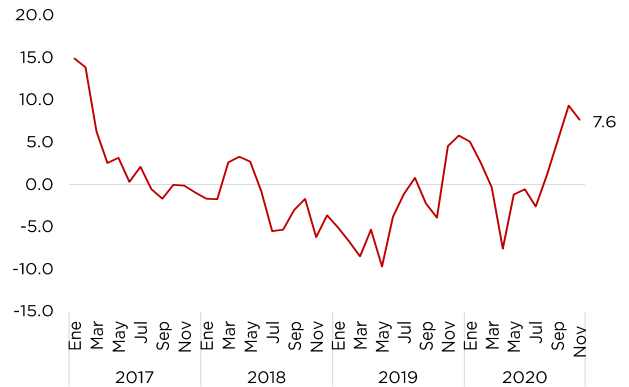
En particular, entre junio y octubre, el precio del petróleo intermedio de Texas (WTI) se estabilizó en torno a los US\$40 por barril, tras haber caído significativamente en el segundo trimestre de 2020. No obstante, el precio del crudo se incrementó levemente durante el mes de noviembre, como resultado de una combinación de factores de oferta y demanda. Por el lado de la demanda, las perspectivas de recuperación de la economía mundial y, por el lado de la oferta, se mantiene el acuerdo de la producción por parte de la Organización de Países Exportadores

de Petróleo (OPEP). Así, el precio del WTI se recuperó a US\$40.9 por barril en noviembre, lo que refleja mejores perspectivas de demanda ante los avances en el desarrollo de vacunas contra el COVID-19.

El oro continuó fungiendo como refugio de valor en un contexto de alta incertidumbre, y alcanzó su precio máximo histórico en agosto, para mantenerse elevado en los meses posteriores. De esta forma, el precio del oro promedió US\$1,863.4 por onza troy en noviembre, equivalente a un aumento de 26.8% respecto a igual mes del año anterior.

Por otra parte, los precios de las demás materias primas han mejorado en la medida en que se ha reactivado parcialmente la actividad económica mundial. El índice de metales elaborado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) aumentó en 25.9% interanual en noviembre. Asimismo, los precios de alimentos y bebidas han presentado una tendencia al alza a partir de mayo. En efecto, luego de alcanzar un mínimo de -7.6% interanual en abril, los precios de este rubro aumentaron en 7.6% en noviembre.

Gráfico II.11
Índice de precios de alimentos
Variación interanual (%)



Fuente: FMI

III. Entorno doméstico

Los efectos del choque adverso del COVID-19 sobre el crecimiento doméstico han sido mayores a lo contemplado en el IPoM de junio, debido al impacto en la economía mundial, la duración de las medidas de confinamiento y a la caída del turismo, principalmente. Sin embargo, durante los últimos meses, la economía dominicana ha mostrado una tendencia gradual hacia la recuperación, fruto del proceso de normalización de las actividades productivas, así como de los efectos de las medidas fiscales, monetarias y financieras expansivas adoptadas en apoyo a la demanda interna. A la vez, el sector externo mostró un desempeño mejor de lo esperado, impulsado por la evolución positiva de las exportaciones y remesas. Por otro lado, la inflación mantuvo una tendencia positiva, hasta ubicarse por encima del límite superior del rango meta en noviembre, influenciada por choques transitorios a los componentes de alimentos y bebidas y de transporte.

III.A. Evolución de la actividad económica

La propagación del COVID-19, tanto a nivel internacional como nacional, representó un choque simultáneo de oferta y demanda sin precedentes, lo que provocó un cambio sustancial en el contexto macroeconómico. En este sentido, tras presentar en abril un punto mínimo en el crecimiento, -29.8% interanual, la actividad económica ha registrado un proceso de recuperación gradual en los meses posteriores, si bien el impacto adverso de la pandemia de COVID-19 ha sido mayor al previsto. Así, el indicador mensual de actividad económica (IMAE) alcanzó una variación de -3.4% interanual en noviembre de 2020, para un crecimiento acumulado de -7.3%.

Al realizarse un análisis por sectores, se observa que varias de las actividades más afectadas por la propagación de la pandemia mostraron mejoras importantes en el período julio-septiembre respecto al trimestre anterior. Tales fueron los casos de manufactura de zonas francas (de -27.2% a 4.3% interanual), construcción (de -35.2% a -9.6%), y hoteles, bares y restaurantes (-71.3% a -59.4%). Mientras, otros sectores económicos sostuvieron tasas de crecimiento positivas durante enero-septiembre de 2020: salud (13.0%), servicios financieros (9.4%),

Gráfico III.1
RD: Indicador mensual de actividad económica (IMAE) serie original
Variación interanual (%)

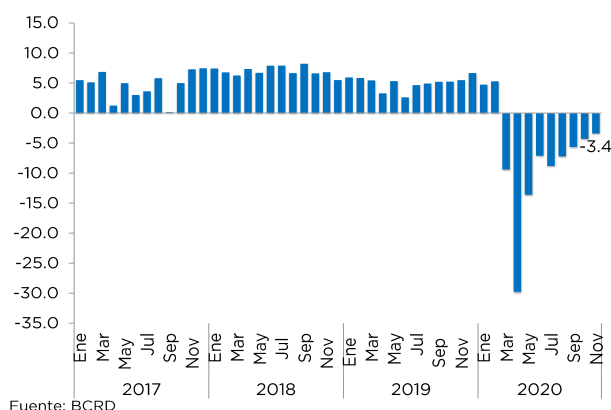


Gráfico III.2
RD: Tasa de desempleo abierto (%)

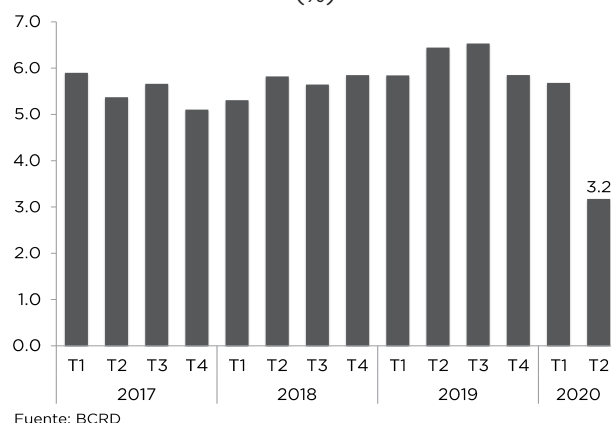


Gráfico III.3
RD: Exportaciones totales
 Variación interanual (%)

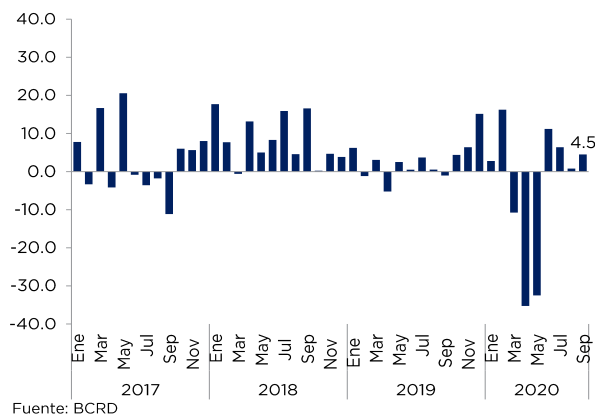
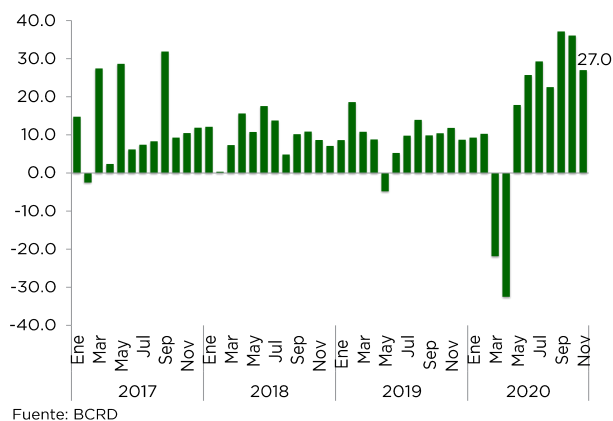


Gráfico III.4
RD: Remesas familiares
 Variación interanual (%)



actividades inmobiliarias (4.2%), agropecuaria (3.8%) y comunicaciones (2.3%).

Consistentemente, el cierre parcial de la economía y el comportamiento de la actividad económica repercutió de manera negativa en el mercado laboral, según los resultados de la Encuesta Nacional Continua de Fuerza de Trabajo (ENCFT) para el segundo trimestre del año. La población ocupada disminuyó en 8.8% respecto a igual período de 2019 y, si bien la tasa de desocupación abierta se redujo de 6.4% a 3.2%, la tasa de subutilización de la fuerza de trabajo, anteriormente conocida como tasa de desempleo ampliado, subió desde 11.2% a 15.5%, en respuesta al aumento de personas en disposición de trabajar, pero sin realizar una búsqueda activa, dada la crisis sanitaria imperante.

En tanto, los programas de asistencia ejecutados por el Gobierno dominicano han apoyado la preservación de empleos durante el período julio-septiembre de 2020. De esta manera, la proporción del número de ocupados ausentes en la población económicamente activa (PEA) amplió alcanzó un 28.4%, porcentaje significativamente superior al 2.3% observado en igual período de 2019. A partir del tercer trimestre del año, el mercado laboral ha presentado mejoras, donde el número de cotizantes de la seguridad social incrementó de su mínimo en mayo de 1.72 millones de personas a 2.04 millones en el mes de noviembre.

III.B. Condiciones sector externo

Durante los primeros nueve meses de 2020, la evolución de las cuentas externas estuvo afectada por el impacto de la pandemia, en reflejo de las medidas implementadas para la contención de la crisis sanitaria y la menor demanda externa. No obstante, la reactivación económica gradual registrada en las principales economías ha incidido en un mejor desempeño del sector externo en los meses recientes. En consecuencia, el déficit de cuenta corriente fue de US\$1,014.7 millones en el período enero-septiembre de 2020, resultado mejor al previsto inicialmente.

Las actividades generadoras de divisas continuaron restableciéndose en el transcurso del tercer trimestre de 2020. Así, luego de mostrar un deterioro en el período abril-junio, las exportaciones totales aumentaron, hasta crecer 4.5% interanual en el mes de septiembre,

influenciadas por la expansión de 9.8% de las exportaciones de zonas francas. De esta forma, las exportaciones totales acumularon una variación interanual de -9.0% en enero-septiembre de este año, explicada por la reducción de 10.1% de las exportaciones nacionales y de 8.0% de las exportaciones de ZF. Por igual, las remesas familiares, tras experimentar caídas interanuales en marzo y abril, exhibieron tasas de crecimiento de dos dígitos entre mayo y noviembre. En efecto, el total de remesas familiares recibidas creció 27.0% en el mes de noviembre. La dinámica de las remesas, provenientes principalmente de EUA, ha estado impulsada por los ingresos de los programas de asistencia otorgados por el Gobierno estadounidense, así como por la reducción de la tasa de desocupación de ese país en los meses recientes.

En cuanto a la inversión extranjera directa (IED), esta ascendió a US\$2,066.4 millones en el período enero-septiembre, que permite financiar dos veces el déficit de cuenta corriente registrado para ese período, lo que refleja la confianza de los inversionistas internacionales sobre la economía dominicana, pese a la alta incertidumbre en los mercados globales.

El desempeño favorable de estas cuentas externas, en particular el incremento de las exportaciones y de las remesas familiares, ha permitido contrarrestar parcialmente el impacto negativo y pronunciado de la pandemia sobre el sector turismo, cuyos ingresos se contrajeron en 65.4% interanual durante los primeros nueve meses del año. En efecto, como resultado de los cierres de fronteras a inicios de la pandemia y la paralización de la actividad turística, en el período enero-noviembre de 2020 el país recibió 2.1 millones de no residentes, lo que representa una caída de 64.7% respecto a igual período del año anterior. Cabe destacar que, luego de la reapertura de las fronteras y la implementación del protocolo sanitario del Gobierno, se ha observado una recuperación incipiente en la llegada de no residentes (-62.1% interanual en noviembre), a la vez que la ocupación hotelera alcanzó 30.2% en el mes de noviembre.

En el caso de las importaciones, el ritmo de recuperación ha sido más lento. Entre enero y septiembre de 2020, las importaciones totales se redujeron un 19.8% interanual, luego de presentar una caída de 42.6% en el mes de mayo. Este comportamiento está influenciado por una menor demanda interna, producto del choque sanitario, y por una menor factura petrolera.

Gráfico III.5
RD: Inversión extranjera directa (IED)
enero-septiembre
(US\$MM)

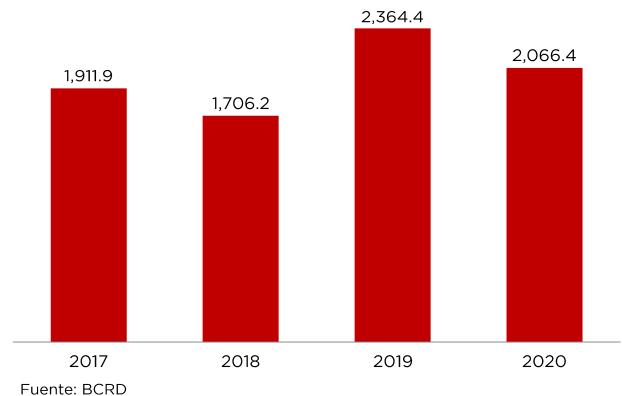


Gráfico III.6
RD: Ocupación hotelera
(%)

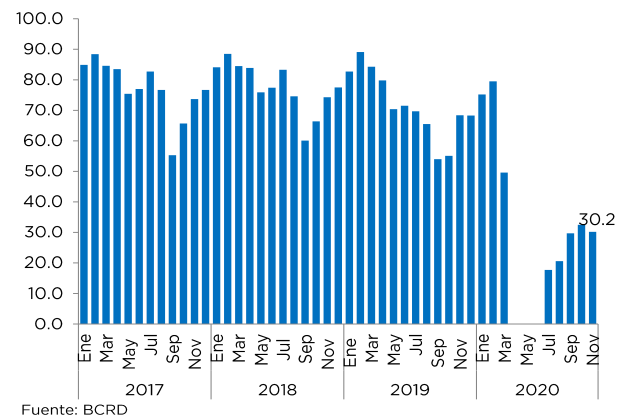
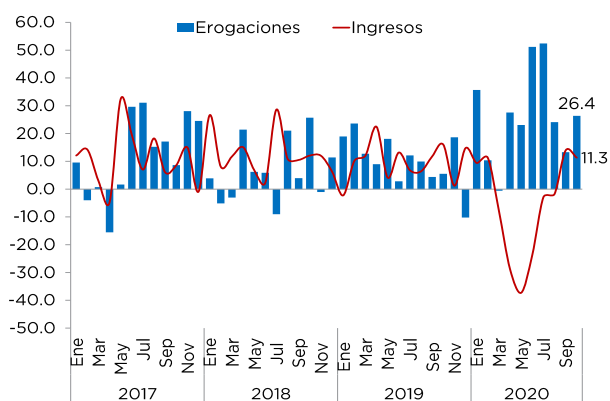


Gráfico III.7

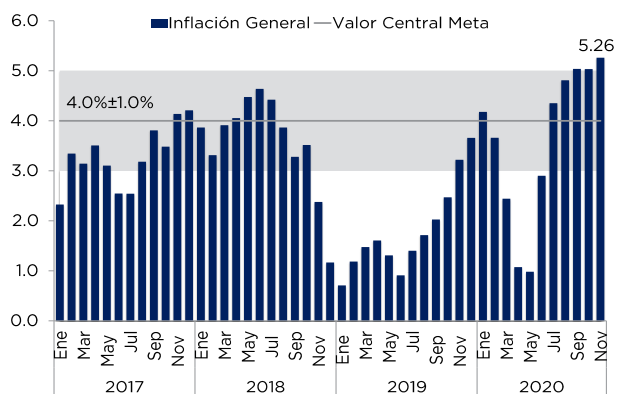
RD: Ingresos y erogaciones del Gobierno Central
Variación mensual interanual (%)



Fuente: BCRD

Gráfico III.8

RD: Inflación general
(%)



Fuente: BCRD

Por un lado, las importaciones no petroleras, que mostraron una caída interanual de 35.6% en mayo, han comenzado a reflejar la reactivación de la demanda interna, acumulando una variación de -13.6% en los primeros nueve meses de 2020.

En tanto, las importaciones petroleras exhiben reducciones de dos dígitos, para una caída de 47.4% en el período enero-septiembre de 2020, luego de experimentar un mínimo de -73.2% de mayo. En efecto, el comportamiento en los precios de las materias primas en los mercados internacionales, principalmente los bajos precios del petróleo y el incremento en el valor del oro, han implicado una mejoría en los términos de intercambio para RD, y han contribuido al desempeño del sector externo.

III.C. Política fiscal

La crisis sanitaria ha significado un reto importante para las cuentas fiscales, las cuales han enfrentado simultáneamente una reducción de las recaudaciones del Gobierno ante la ralentización de la actividad económica, así como un incremento del gasto relacionado con los sectores salud y educación, y a la implementación de programas de protección social adoptados para mitigar el impacto de la pandemia sobre los sectores productivos y los hogares.

En particular, el Gobierno extendió los programas de asistencia social hasta fin de año con el propósito de continuar apoyando la preservación de empleos y los ingresos de los hogares más afectados por la crisis. En este sentido, el presupuesto nacional para 2020 fue modificado en el mes de agosto para reflejar un impacto mayor al previsto sobre los ingresos y las erogaciones. De este modo, el más reciente Presupuesto Nacional complementario aprobado para 2020 contempla un resultado global del Gobierno Central (GC) de -9.3% del PIB, en contraste con el -2.2% previsto en el Presupuesto original. Entre las fuentes de financiamiento del nuevo Presupuesto, se encuentra la emisión de bonos soberanos por un monto de US\$3,800 millones, los cuales fueron colocados exitosamente en los mercados internacionales en el mes de septiembre y apoyarían mejores perspectivas para el crecimiento económico (ver Recuadro 1).

El incremento de las erogaciones se moderó ligeramente a 26.4% interanual en octubre. Mientras, los ingresos continuaron afectados por el debilitamiento de la demanda interna, si bien

en meses recientes se han observado mejoras en las recaudaciones impositivas internas. En efecto, los ingresos registraron una variación interanual de 11.3% en el mes de octubre.

III.D. Evolución de los precios

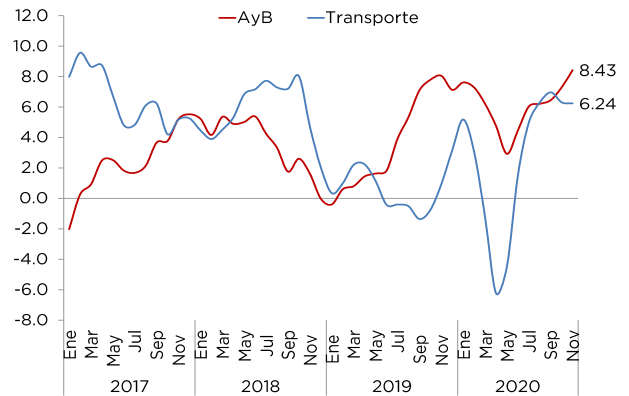
En el segundo semestre de 2020, la inflación exhibió una tendencia al alza, explicada principalmente por factores transitorios que han afectado la dinámica de los costos (ver Recuadro 2).¹ Por un lado, el aumento de los precios del grupo de alimentos y bebidas respondió al impacto de eventos climáticos adversos y el incremento en el costo de insumos importados sobre la producción de varios rubros de alta ponderación en la canasta básica. En particular, reflejaron el efecto rezagado de las sequías a inicios de 2020, así como el impacto sobre la producción agrícola de las tormentas Isaías y Laura que afectaron al país en julio y agosto. De esta manera, la inflación de alimentos y bebidas repuntó hasta 8.43% en noviembre. A la vez, los precios del grupo transporte aumentaron hasta alcanzar una variación interanual de 6.24% en igual período, impulsados por el aumento de los precios de los pasajes. Así, la inflación interanual aumentó hasta situarse en 5.26% en noviembre, ubicándose ligeramente por encima del límite superior del rango meta de 4.0%±1.0% establecido en el Programa Monetario.

La inflación subyacente, que excluye los componentes más volátiles de la canasta de bienes y se asocia a las condiciones monetarias, también se incrementó en el transcurso del 2020, hasta situarse en 4.61% en noviembre, permaneciendo dentro del rango meta.

Al descomponerla por tipo de bien, la inflación interanual de los bienes transables se situó en 5.26% en noviembre, lo que refleja el impacto en los insumos importados de la mayor depreciación nominal interanual observada, principalmente durante los meses de abril y julio debido a la ralentización de las actividades generadoras de divisas y al incremento transitorio en la demanda de divisas por motivos precautorios. Por otro lado, la inflación interanual de los bienes no

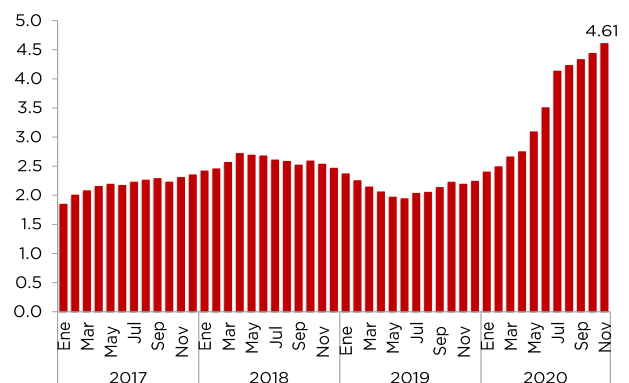
¹ En octubre de 2020, se realizó un cambio metodológico en la construcción del índice de precios al consumidor (IPC), en el cual se modificó el año base de la serie al período octubre de 2019-septiembre de 2020. Asimismo, se actualizó la canasta básica de bienes y servicios, así como los coeficientes de ponderación del IPC. Adicionalmente, se amplió la muestra de establecimientos para los bienes y servicios nuevos de la canasta. No obstante, se mantuvieron los cambios interanuales históricos observados hasta septiembre.

Gráfico III.9
RD: Inflación por grupos (%)



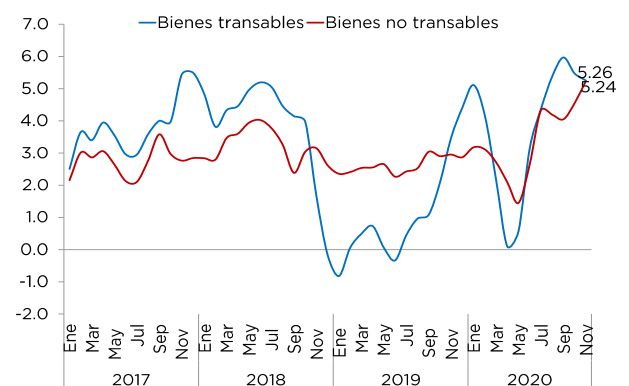
Fuente: BCRD

Gráfico III.10
RD: Inflación subyacente (%)



Fuente: BCRD

Gráfico III.11
RD: Inflación por tipo de bienes (%)



Fuente: BCRD

transables aumentó de forma más gradual, al situarse en 5.24% durante el mes de noviembre.

III.E. Expectativas de mercado

Los resultados de la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas (EEM) del mes de diciembre sugieren que los agentes económicos valoran que el impacto negativo del COVID-19 sobre las principales variables macroeconómicas son de carácter transitorio, por lo que sus efectos se disiparían en los próximos trimestres.

Consistentes con la evolución del COVID-19 y su impacto sobre la actividad económica, las expectativas de crecimiento para 2020 se han ajustado a la baja. Los analistas consultados estiman una contracción de la economía en torno a 6.3% para el cierre de este año, lo que toma en cuenta la evolución reciente de la pandemia, las medidas monetarias adoptadas, así como el entorno internacional y los precios de los bienes primarios. Para 2021, los encuestados esperan una recuperación gradual de la actividad económica, y prevén un crecimiento en torno a 4.1% para el cierre de año.

En tanto, los agentes perciben las presiones inflacionarias recientes como transitorias, por lo que estiman que la inflación general se ubicaría en 5.3% para el cierre de 2020 y en 4.5% para el fin de 2021. Asimismo, tanto las expectativas de inflación a 12 como a 24 meses se situaron en 4.5% en diciembre.

Por otro lado, las expectativas de depreciación nominal se han moderado paulatinamente, en línea con lo contemplado en el IPoM de junio de 2020. De este modo, los agentes prevén una variación interanual de 10.7% para fin de año, la cual se reduciría a 5.7% para el cierre de 2021. A mediano plazo, los agentes esperan que la depreciación nominal converja al promedio histórico de los últimos cinco años, en reflejo del carácter transitorio de los choques actuales.

Gráfico III.12
RD: Expectativas crecimiento e inflación
Cierre dic. 2020
(mediana, %)

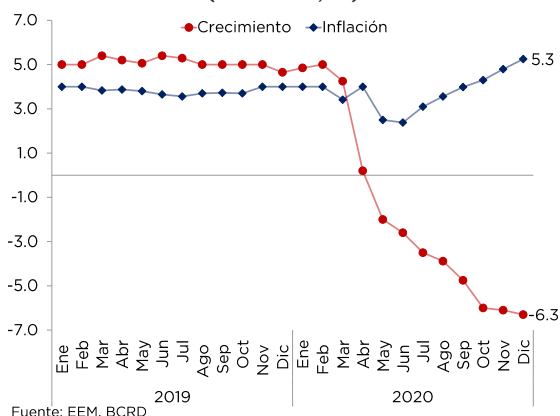
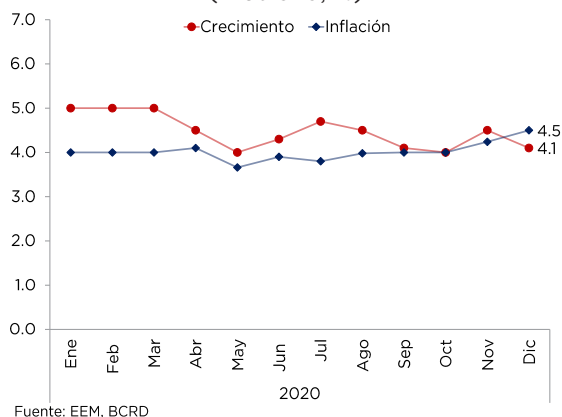


Gráfico III.13
RD: Expectativas crecimiento e inflación
Cierre dic. 2021
(mediana, %)



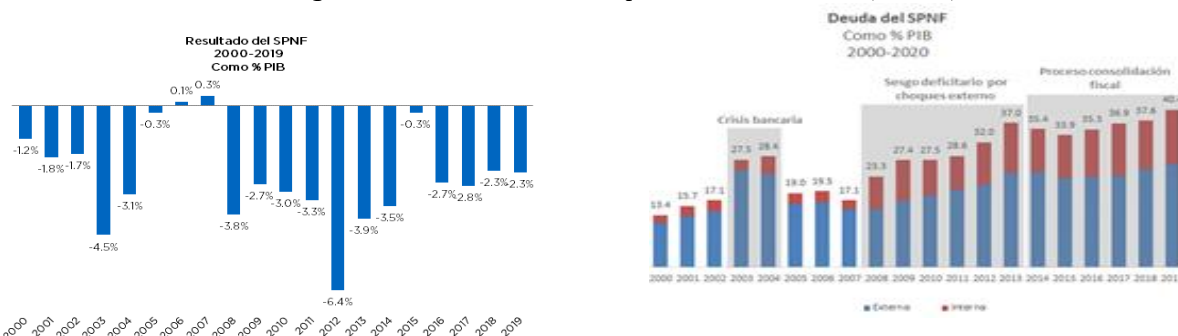
Recuadro 1:

Impacto macroeconómico del financiamiento público en República Dominicana¹

El impacto cuantitativo del financiamiento público sobre la tasa de interés y su potencial efecto sobre otras variables macroeconómicas constituye un importante eje de discusión en la literatura empírica de índole fiscal, ya que se observan resultados heterogéneos, que varían, esencialmente, en función de las condiciones macroeconómicas subyacentes en cada país. Se plantea, así, una disyuntiva entre los modelos que predicen un incremento en la tasa de interés en respuesta a un aumento del financiamiento y la perspectiva ricardiana.² Adicionalmente, algunos autores (Hamann *et al*, 2005) se enfocan en evaluar los riesgos inherentes a la diversificación del portafolio del Gobierno o, de manera más explícita, cómo sendas alternativas de financiamiento, consistentes con una misma trayectoria de déficit, no resultan triviales en el sentido del Teorema de Modigliani-Miller.³

El objetivo de este recuadro consiste, en primer lugar, en caracterizar las condiciones fiscales prevalecientes en el país durante el periodo 2000-2020 y, en segundo lugar, dadas dichas condiciones, evaluar la relevancia de las fuentes de financiamiento público (i.e. doméstico o externo) sobre los procesos de toma de decisiones de los agentes económicos, en términos de consumo e inversión, así como también sobre el nivel de precios y la depreciación cambiaria. Se destaca que, durante los últimos 20 años, el país ha enfrentado una serie de choques, tanto de carácter externo como interno, y la política fiscal ha sido una de las herramientas que se han empleado para acomodar los efectos de los mismos. La baja presión tributaria (13% del PIB, en promedio), conjuntamente con otros factores, tales como la rigidez del gasto público, han llevado al Gobierno Central a buscar distintas fuentes de financiamiento, lo que ha sesgado el balance del SPNF a un resultado deficitario desde el año 2008 (figura R1.1)

Figura R1.1. Balance SPNF y deuda del SPNF (% PIB)



Fuente: BCRD, Dirección General de Crédito Público.

El nivel de endeudamiento del SPNF se puede desagregar en distintos periodos, en función del balance de las cuentas fiscales, la variación de la deuda, y de choques de índole positiva o negativa. En este sentido, se observó un entorno catalogado como favorable para el periodo 2000-2002, marcado por un déficit promedio de 1.7% y un crecimiento anual de la deuda de 1.2% del PIB. Sin embargo, las condiciones fiscales se vieron deterioradas a raíz de la crisis financiera del año 2003 y, posteriormente, por la crisis internacional del año 2008 y los altos precios de petróleo en los mercados financieros internacionales. En 2012 el déficit del SPNF fue de 6.4% del PIB, el más alto desde el año 2000. La deuda del SPNF creció a razón de 3.3% del PIB anual, y ascendió, en el 2013, a 37.0% del PIB. Para el periodo 2014-2019, las condiciones macroeconómicas locales propiciaron un ritmo de crecimiento anual de la deuda de 0.6% del PIB. Bajo esta caracterización de las cuentas fiscales, y dada la preponderancia que adopta la evaluación del balance de riesgos inherente a las medidas de carácter fiscal en un escenario de deterioro económico a raíz de la crisis del Covid-19, cabe preguntarse ¿Qué tipo de fuentes de financiamiento producirían un mayor estímulo en la economía y podrían minimizar los potenciales efectos perniciosos del financiamiento del déficit sobre el nivel de precios? Esta pregunta se intenta responder empleando datos del SPNF, con periodicidad trimestral, para el periodo comprendido entre enero de 2000 y septiembre de 2020, en el marco de un Vector Auto-regresivo Estructural (SVAR), bajo la siguiente especificación (Perveen & Kashif, 2017):

$$r_{lp_t} = f(r_{inter_t}, \pi_t, FI_t, FE_t, TCN_t, fbk_t, cons_t)$$

¹ Elaborado por Lisette Santana, de la Subdirección de Estudios Económicos y Gladys Jiménez, consultor económico.

² Las variaciones del déficit fiscal no afectan el grado de riqueza de los agentes económicos.

³ El teorema de Modigliani-Miller establece que una firma es indiferente a la obtención de recursos financieros apelando a sus accionistas o a través de la emisión de deuda.

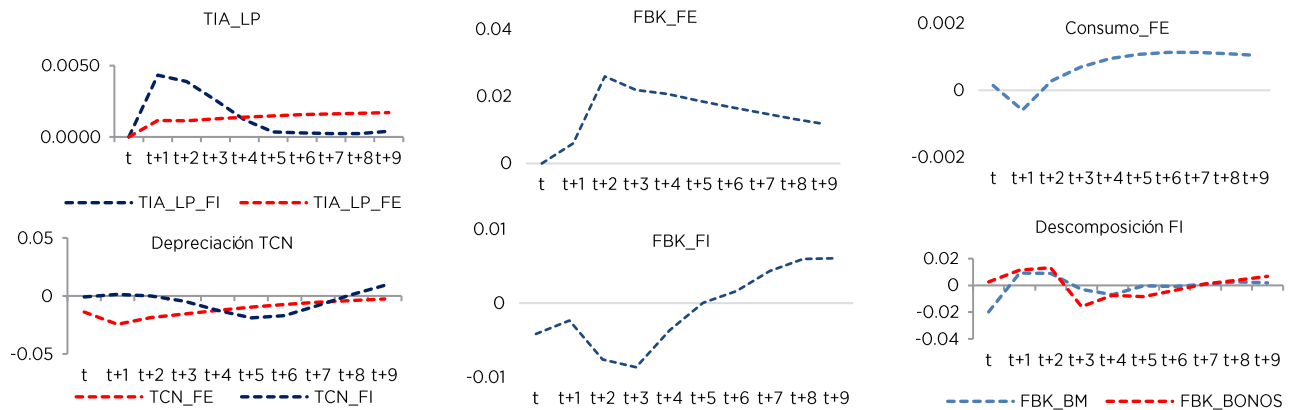
Recuadro 1: Continuación

Donde:

r_{lp_t} = tasa de interés de largo plazo (tasa de interés activa-5 años);
 r_{inter_t} = tasa de interés interbancaria;
 π_t = tasa de inflación;
 FI_t = flujo del financiamiento interno del SPNF % del PIB;
 FE_t = flujo del financiamiento externo del SPNF % del PIB;
 TCN_t = variación del tipo de cambio nominal (promedio compra-venta extra-bancario);
 fbk_t = formación bruta de capital fijo real (privada)
 $cons_t$ = consumo privado real privado.

Los resultados (figura R1.2.) sugieren que, tanto en el escenario en que se verifica un incremento (choque) del financiamiento externo como del interno, se produce un aumento de la tasa de interés de largo plazo, aunque dicho incremento es de mayor magnitud bajo financiamiento interno.

Figura R1.2. Choques financiamiento externo (FE) e interno (FI)⁴



Fuente: Estimación de los autores.

Se observan efectos heterogéneos en el sector real, considerando que ante un choque sobre el financiamiento interno, el considerable incremento de tasas genera un pronunciado desplazamiento de la inversión privada (*crowding out*) que persiste hasta $t+5$, observándose una divergencia significativa con respecto a los efectos del financiamiento externo sobre dicha variable. Al desagregar el financiamiento interno⁵ en bancos múltiples, emisión de bonos y cuentas por pagar/cobrar, se constata que dicho desplazamiento se lograría atenuar si los recursos se obtienen a partir de la emisión de bonos, mientras que la adopción de compromisos de mayor envergadura con bancos múltiples produce un impulso inicial sobre la inversión privada que se diluye en $h=t+3$. Por otra parte, ante un choque en el financiamiento externo, la inversión experimenta un aumento en $t+2$, que se traduce en mayores presiones inflacionarias por el lado de la demanda. En el caso del consumo, los agentes postergan sus decisiones, por un periodo breve, ante un incremento de la tasa de interés de corto plazo; el tipo de cambio se aprecia en $t+1$, dada la entrada de capital foráneo. En términos generales, se puede señalar que, bajo las condiciones prevalecientes en la economía dominicana, para el periodo considerado, un aumento en el financiamiento externo puede arrojar mejores perspectivas sobre la trayectoria del crecimiento económico, mientras que el impacto del financiamiento interno sobre el sector real se vislumbra con un menor grado de significancia. En este sentido, se contemplan extensiones de este recuadro, en el marco de modelos estructurales y de aprendizaje computacional, que permitan evaluar los mecanismos de transmisión de manera más precisa, para continuar robusteciendo y validando las conclusiones presentadas, así como también explorar otras aristas de la economía y establecer comparaciones a nivel internacional.

⁴ Las variables señaladas con FI se refieren a funciones de impulso respuesta vinculadas al financiamiento interno, mientras que las variables con FE se refieren a las funciones impulso respuesta asociadas al financiamiento externo.

⁵ Es importante señalar que estos resultados pueden ser sensibles al tamaño de la muestra considerada, pues los datos de emisión de bonos se encuentran disponibles a partir del año 2007, por lo que se necesitaría contrastar este ejercicio con otras alternativas, para afianzar las conclusiones.

Recuadro 2: Impacto sobre la inflación de la pandemia de COVID-19¹

La pandemia del COVID-19 y las medidas implementadas para su contención han generado una crisis económica caracterizada por el desplome en la producción de bienes y servicios en todas las regiones del mundo. Los efectos de la crisis sobre los indicadores de actividad, empleo y comercio internacional fueron inmediatos y en la dirección esperada. Sin embargo, el impacto sobre el nivel de los precios es más incierto. Por un lado, debido a las restricciones impuestas por las autoridades y las disrupciones en las cadenas productivas, se esperaría un incremento en los costos de producción. Por otro lado, la demanda agregada puede deprimirse como consecuencia de la reducción en el ingreso de los hogares, forzando a las empresas a disminuir sus márgenes.

Debido a la importancia de considerar el comportamiento inflacionario al momento de tomar decisiones de política monetaria, el presente recuadro describe la dinámica reciente de la inflación en República Dominicana (RD) ante la crisis del COVID-19, así como los factores que han influido sobre su evolución. En un primer momento se hará una comparación de la inflación en RD con los países de Centroamérica² (CA), para posteriormente, presentar un análisis más detallado de la evolución de los precios a nivel local.

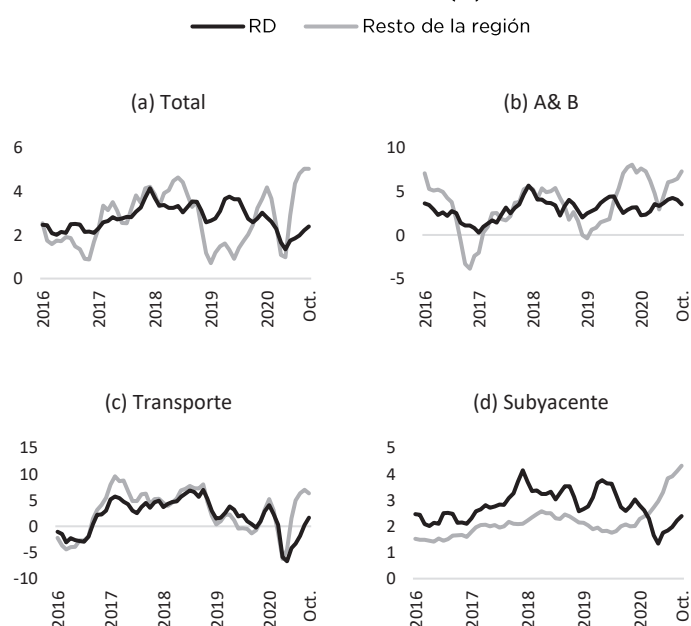
La inflación en RD, al igual CA, registró una disminución durante los primeros meses de la pandemia, comportamiento que después se revertió (gráfico R2.1a). En concreto, la inflación interanual local pasó de 3.66% en febrero a 0.99% en mayo, mientras que para el mes de septiembre se ubicó en 5.03%. Para los países de CA las variaciones fueron más modestas; específicamente en los meses mencionados, la inflación se situó en 2.61%, 1.34% y 2.22%, respectivamente.

En relación a la inflación de A&B, no se observa un comovimiento entre RD y los países de CA, lo que sugiere que su dinámica depende en mayor medida de las condiciones domésticas y en menor medida a los factores globales. Tras el inicio de la pandemia, la inflación de A&B en RD cambió la tendencia negativa observada, y el pasado mes de septiembre ascendió a 6.45%, por sobre el promedio de CA, quienes mantienen una tendencia positiva desde inicios del 2020. Por el contrario, la inflación del grupo de Transporte pareció responder a choques comunes, particularmente a movimientos en el precio del petróleo. En este sentido, el precio del barril de petróleo (WTI) se redujo a menos de US\$30 en los meses de marzo, abril y mayo, reflejo de la fuerte contracción en la demanda de este bien y su nivel de precios. En esos meses, esta caída se reflejó en la inflación del rubro correspondiente al transporte (gráfico R2.1c), aunque luego revierte su tendencia por incremento de precios de artículos diferentes a combustibles, como transporte por carretera, piezas y servicios de reparación.

La inflación subyacente de la RD presenta una tendencia al alza en los últimos meses, mientras que el resto de los países no presenta cambios importantes.

El gráfico R2.2 presenta la inflación en la RD, así como la incidencia de los distintos grupos que la componen. Se observa que la tendencia negativa de A&B desde principios de año y la caída del grupo

Gráfico R2.1. Índice de Precios al Consumidor
Variación interanual (%)



Fuente: Consejo Monetario Centroamericano

¹ Elaborado por Antonio Giraldi, Juan Quiñonez, Nerys Ramírez y Jesús Sánchez, de la Subdirección de Estudios Económicos.

² Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Nicaragua.

Recuadro 2: Continuación

transporte como consecuencia de los bajos precios del petróleo disminuyeron la inflación total durante los primeros cinco meses del año. Asimismo, estos grupos fueron los responsables del posterior repunte de la inflación.

Los precios de A&B se aceleraron, a partir del mes de junio, a raíz de las condiciones climáticas adversas en el país y su efecto sobre la producción de frutas (11.11% interanual) y legumbres y hortalizas (11.43%).

Por el lado del transporte (6.97%), se evidenciaron varias fuentes de presiones inflacionarias. Primero, el alza en la inflación de bienes importados, tales como los automóviles, las motocicletas y las piezas de repuesto. Influenciadas por una mayor depreciación del tipo de cambio nominal (TCN), como consecuencia del impacto que ha tenido la crisis sanitaria sobre el turismo y las actividades generadoras de divisas. Segundo, los precios de los combustibles comenzaron a recuperarse en la medida que las economías alrededor del mundo levantaban las restricciones de movilidad y la demanda de petróleo mejoraba. Por último, los precios de los pasajes se incrementaron debido a, parte de las medidas de distanciamiento social, se impusieron límites en el número de personas dentro de los vehículos de transporte público.

Gráfico R2.2. Incidencia de los componentes de la inflación total

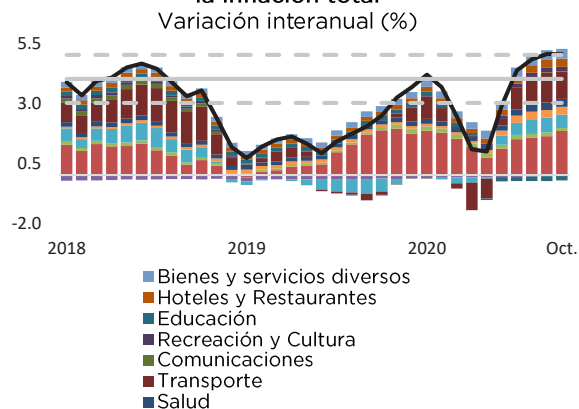
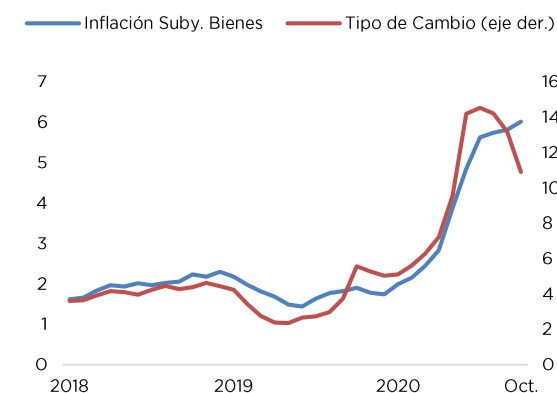


Gráfico R2.3. Inflación subyacente de bienes y TCN

Variación interanual (%)



Tomando en consideración el costo de los insumos importados sobre la producción, se observa en el gráfico R2.3 la estrecha relación existente entre la inflación subyacente de bienes y el tipo de cambio nominal en los últimos años. En los últimos meses se ha evidenciado la estabilización del TCN y, consecuentemente, de la inflación subyacente de bienes.

Además del aumento observado en la inflación desde comienzos de la pandemia, se verifica un notable incremento en la volatilidad de los precios. El coeficiente de variación de la inflación total pasó de 1.18 a 2.26 entre los primeros tres trimestres de 2019 y 2020, equivalente a un alza de 91%. Este aumento está asociado de forma importante con el grupo de A&B, cuyo coeficiente de variación pasó de 0.75 a 2.57, con

un mayor incremento relativo de la volatilidad en los coeficientes de las frutas, legumbres y hortalizas (Giraldi y Ramírez, 2020).

El efecto de la crisis sanitaria del COVID-19 sobre la inflación y sus componentes parece depender de las características de las economías, y de la manera en que estas responden a los distintos choques provocados por la pandemia. En el caso de RD, la inflación observada en el contexto del COVID-19 responde a un aumento en los costos de las empresas, causados por razones exógenas, como condiciones climáticas adversas, y por causas directamente asociadas con la crisis sanitaria, como es el efecto traspaso del TCN a los precios. En relación a esto último, la recuperación de la actividad económica, particularmente de los sectores exportadores, será clave para aliviar estas presiones cambiarias en el horizonte de política monetaria.

IV. Implementación de la política monetaria

Para contrarrestar el impacto de la pandemia sobre la economía dominicana, desde el mes de marzo las autoridades monetarias han estado aplicando un amplio plan de medidas de flexibilización monetaria equivalente a más del 4.0% del PIB. En respuesta a esta postura más laxa, las condiciones monetarias y financieras se han mantenido favorables, a la vez que las expectativas de inflación de mediano plazo han permanecido ancladas a la meta establecida.

IV.A. Medidas recientes y resultados

El impacto adverso de la pandemia del COVID-19 motivó la adopción de medidas expansivas adicionales a las puestas en marcha al inicio de la crisis sanitaria. En efecto, las reducciones sobre la TPM se realizaron en dos etapas, acumulando una disminución de 150 puntos básicos (pbs.). En el mes de marzo, las autoridades monetarias redujeron la TPM en 100 pbs. pasando de 4.50% a 3.50% anual, a la vez que se estrechó el corredor de tasas de interés sobre las facilidades permanentes de liquidez, pasando a definirse como la TPM \pm 100 pbs. Posteriormente, en su reunión de agosto, el BCRD decidió reducir su TPM en 50 pbs., de 3.50% a 3.00% anual. A la vez, la tasa de interés sobre la facilidad permanente de expansión (repos a 1 día) se redujo en 100 pbs., mientras que la tasa de interés sobre los depósitos de corto plazo (overnight) se mantuvo en 2.50% anual. De esta forma, el corredor de tasas de interés sobre las facilidades permanentes de liquidez se estrechó nueva vez, y se define actualmente como la TPM \pm 50 pbs.

Adicionalmente, para contribuir con la mejoría de la demanda interna, a partir de julio se ampliaron las medidas de provisión de liquidez en moneda nacional (MN) a bajas tasas de interés. De esta forma, el paquete de provisión de liquidez del BCRD asciende a unos RD\$190 mil millones, sumado a la flexibilización temporal de las normas regulatorias para mitigar el impacto sobre el sistema financiero. Este plan de estímulo ante la crisis del COVID-19 asciende a más de 4.0% del PIB, siendo el más amplio entre los países de Centroamérica.

Las medidas adicionales implementadas desde la publicación del IPoM de junio de 2020 incluyeron el aumento de los montos disponibles para repos de corto plazo hasta RD\$60 mil millones, a la vez que se extendió su plazo hasta 360

Gráfico IV.1
RD: Corredor de tasas de interés
(%)

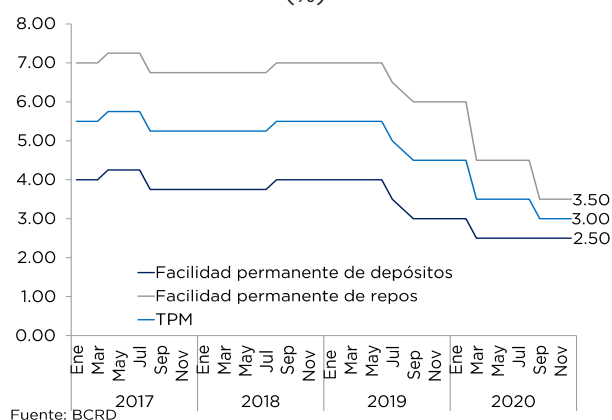


Gráfico IV.2
RD: TPM y tasa de interés interbancaria
(%)

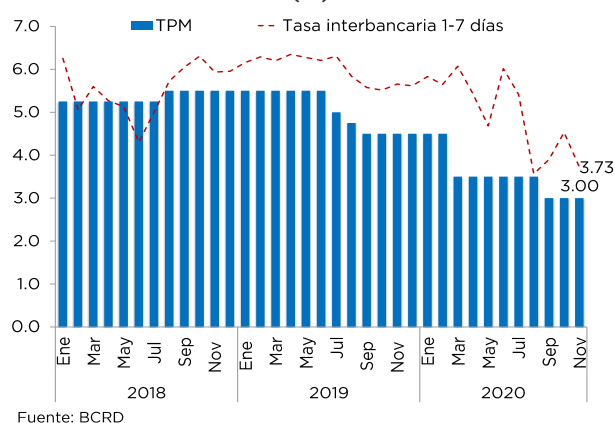


Gráfico IV.3
RD: Tasas de interés bancos múltiples
 Promedio ponderado (%)

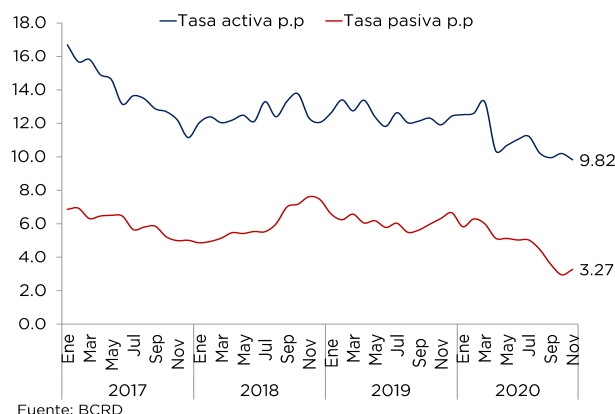
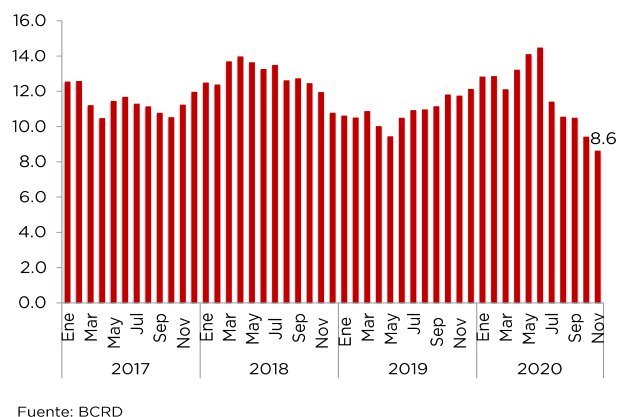


Gráfico IV.4
RD: Préstamos al sector privado en MN
 Variación interanual (%)



días. Asimismo, se creó la facilidad de liquidez rápida (FLR), ascendente a RD\$60 mil millones, con el objetivo de poner a la disposición de las EIF recursos para ser canalizados a los sectores productivos y a los hogares. Además, la FLR contempla la provisión de recursos para las micro, pequeñas y medianas empresas (Mipymes), a través de nuevos créditos y la restructuración de deuda con condiciones favorables, siendo este último de particular importancia para mantener la salud financiera de las empresas y evitar el cese de operaciones en la coyuntura actual.

Los recursos provenientes de la FLR presentaron una rápida salida a partir de su creación. De esta forma, en octubre, el BCRD amplió el monto de esta facilidad hasta RD\$100 mil millones, con el propósito de seguir apoyando la canalización de recursos hacia los principales sectores de la economía. Para esto, se utilizaron los fondos disponibles de la facilidad de repos de corto plazo que habían vencido previamente. A la fecha, en total se han desembolsado unos RD\$164 mil millones, de los cuales RD\$84 mil millones se han canalizado a través de la FLR, alcanzando cerca de 66 mil beneficiarios.

La implementación oportuna de las medidas de estímulo monetario se reflejó en la flexibilización de las condiciones financieras domésticas. De igual forma, las menores tasas de interés domésticas y externas han sido el reflejo de una postura de política monetaria expansiva tanto a nivel doméstico como internacional, lo que ha sostenido condiciones financieras expansivas en los meses recientes (ver Recuadro 3).

Los efectos de las medidas monetarias continuaron reflejándose en las tasas de interés interbancarias. La tasa de interés interbancaria de más corto plazo, de 1 a 7 días, se redujo a 3.73% anual en noviembre, en respuesta a la postura monetaria expansiva.

Del mismo modo, conforme al mecanismo de transmisión de la política monetaria, las tasas de interés de mercado disminuyeron de manera importante a partir de la flexibilización de las condiciones monetarias. Así, la tasa de interés activa promedio ponderado (p.p.) se situó en 9.82% anual en noviembre, lo que representó una disminución acumulada de 345 p.bs. respecto a marzo. Por igual, la tasa de interés pasiva p.p. se ubicó alrededor de 273 p.bs. por debajo de

lo observado en marzo, para colocarse en 3.27% anual.

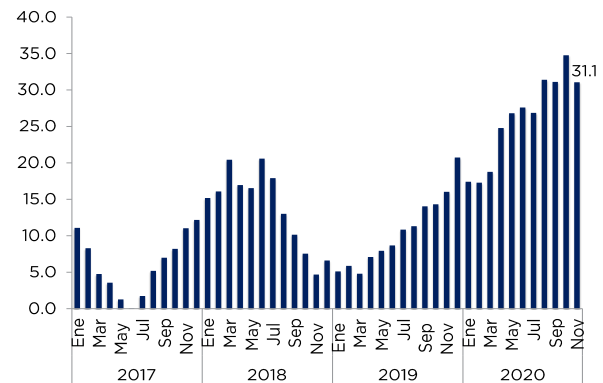
La canalización de recursos a través de las distintas facilidades supuso un impulso importante para la evolución del crédito al sector privado en MN, particularmente en el segundo trimestre del año. Este entorno de condiciones financieras más favorables ha continuado apoyando el crecimiento interanual del crédito hacia los sectores productivos, dentro de los cuales destacan: hoteles y restaurantes (55.8%), manufactura (36.5%), explotación de minas y canteras (34.9%) y microempresas (32.5%). Por el contrario, los préstamos de consumo, particularmente de tarjeta de crédito, han seguido afectados por el impacto de la pandemia de COVID-19 sobre el ingreso disponible de los hogares y el ahorro precautorio, similar a lo ocurrido en otras economías.

El crédito privado se ha mantenido creciendo a un ritmo muy saludable, a pesar de observarse en los meses recientes una moderación en el crecimiento de la cartera de préstamos netos privados en MN, influenciado por el efecto estadístico de las medidas expansivas implementadas en el segundo semestre de 2019, así como por el uso intensivo de las facilidades del BCRD para el refinanciamiento de deudas a tasas de interés más bajas y plazos más favorables. De este modo, los préstamos al sector privado en MN registraron una variación de 8.6% en noviembre, la tercera tasa de expansión más alta de la región de AL.

Adicionalmente, los agregados monetarios presentaron altas tasas de crecimiento, muy por encima de sus promedios históricos de los últimos cinco años. La base monetaria restringida mantuvo una tendencia positiva, impulsada por el crecimiento de los billetes y monedas emitidos (37.9% en noviembre). En tanto, los depósitos de encaje legal se redujeron conforme se fueron canalizando los fondos de las medidas de liberalización de estos recursos, si bien se han recuperado paulatinamente en los últimos meses en respuesta a la mayor liquidez y al aumento en los depósitos en MN en el sistema financiero, y pasaron de una variación de -30.0% en mayo a -7.1% en noviembre.

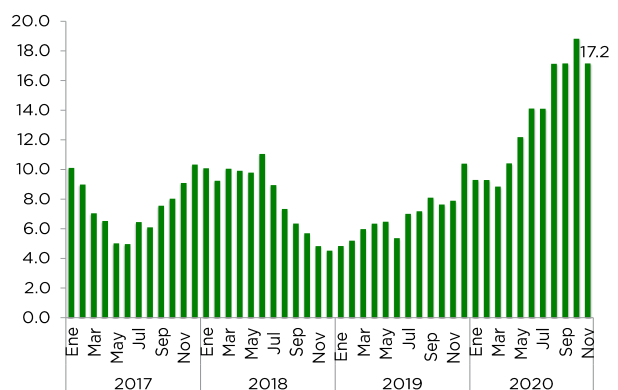
De igual forma, los agregados más amplios presentaron un alto dinamismo. En efecto, el medio circulante (M1) creció 31.1% interanual en noviembre de 2020, ante el aumento significativo de los billetes y monedas en poder del público

Gráfico IV.5
RD: Medio circulante (M1)
Variación interanual (%)



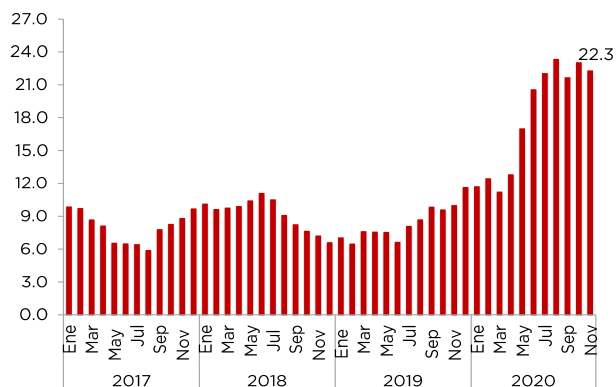
Fuente: BCRD

Gráfico IV.6
RD: Oferta monetaria ampliada (M2)
Variación interanual (%)



Fuente: BCRD

Gráfico IV.7
RD: Dinero en el sentido amplio (M3)
 Variación interanual (%)



Fuente: BCRD

asociado a una mayor demanda precautoria por efectivo de parte de los agentes económicos, hasta alcanzar su máximo histórico en julio (ver Recuadro 4). Mientras que la oferta monetaria ampliada (M2) y el dinero en el sentido amplio (M3) alcanzaron una variación de 17.2% y 22.3%, respectivamente. En el caso particular del M3, su tasa de expansión refleja un incremento en los depósitos en moneda extranjera (ME) relacionado a la alta incertidumbre coyuntural y a un aumento transitorio en las expectativas de depreciación.

Cabe señalar que, además de la liquidez en ME puesta desde marzo a disposición del sistema financiero por unos US\$622 millones, el BCRD continuó con una participación activa en el mercado cambiario a través de su plataforma electrónica, así como por medio del uso de derivados cambiarios, como los contratos a futuro sin entrega (NDFs, por sus siglas en inglés), lo que ha permitido compensar el menor flujo transitorio de las actividades generadoras de divisas y ha contribuido a mantener la estabilidad relativa del tipo de cambio.

Es importante destacar que, las expectativas de inflación y los pronósticos de mediano plazo indican que la inflación convergería al centro de la meta durante 2021, lo que otorga el espacio necesario para mantener una política monetaria acomodaticia, sirviendo de apoyo para la recuperación de los sectores productivos durante los próximos trimestres.

Recuadro 3:

Indicador de condiciones financieras y su vínculo con la política monetaria¹

A partir de marzo de 2020, la crisis sanitaria del COVID-19 ha provocado un deterioro en las perspectivas económicas a nivel internacional, así como un incremento en la incertidumbre que ha afectado los mercados financieros y motivado que los bancos centrales alrededor del mundo implementaran amplios paquetes de provisión de liquidez, con el objetivo de mantener el flujo de los recursos hacia los sectores productivos y los hogares. En este sentido, uno de los principales mecanismos de transmisión de la política monetaria (PM) corresponde al sistema financiero, a través del cual se canalizan los cambios en las condiciones financieras hacia el sector real de la economía. Así, la PM juega un rol determinante para propiciar condiciones favorables en los mercados financieros que apoyen una recuperación gradual de la economía.

En el caso de RD, el BCRD ha tomado un conjunto de medidas que incluye la reducción de la tasa de política monetaria (TPM) en 150 puntos básicos, así como medidas de provisión de liquidez en moneda nacional (MN) y moneda extranjera (ME) a través de distintas facilidades. En este contexto, el objetivo del presente recuadro consiste en caracterizar las condiciones financieras para República Dominicana (RD), a partir de un indicador de condiciones financieras (ICF) que permita analizar la respuesta de las variables del sistema financiero, dadas las medidas monetarias expansivas implementadas por el BCRD.

Indicador de condiciones financieras

La literatura económica ha desarrollado diversos indicadores para representar las condiciones financieras. Dentro de éstos, se destaca la técnica de análisis de componentes principales, la cual permite sintetizar grandes cantidades de información en un número reducido de factores.

En este recuadro se presenta un indicador de condiciones financieras (ICF) mensual basado en la metodología del Banco de Francia (2019), que toma en consideración la volatilidad de los distintos componentes para construir sus pesos relativos, lo que permitiría que varíen en el tiempo de acuerdo a su incidencia coyuntural. Para representar las condiciones financieras en RD, se incluyen variables, a nivel doméstico, que corresponden a los siguientes grupos: tasas de interés, evolución del crédito y agregados monetarios, mercado cambiario, dolarización de los depósitos, e indicadores de la banca. Adicionalmente, se incluyen variables del sector externo para considerar su incidencia en el ámbito local.

Para la estimación del ICF, se utiliza una muestra de datos mensuales para el período comprendido entre enero de 2003 y octubre de 2020, posteriormente filtrados respecto a su valor de tendencia. En línea con Jiménez et al. (2016), se procede a extraer el componente asociado a las condiciones macroeconómicas, de forma que el ICF represente la evolución de las condiciones propiamente financieras.² Para esto, se realiza una regresión, donde cada una de las variables utilizadas en el ICF son estimadas a partir del crecimiento económico (y_t), la inflación (π_t) y el tipo de cambio real (TCR_t).³

$$s_{i,t} = \alpha y_t + \beta y_{t-1} + \delta \pi_t + \rho \pi_{t-1} + \theta TCR_t + \gamma TCR_{t-1} + r_{i,t}$$

Los residuos obtenidos para cada una de las variables ($r_{i,t}$) son los insumos para la estimación del componente principal de cada grupo de variables del ICF. El peso de cada factor corresponde a su desviación estándar, estimada a partir de la volatilidad condicional obtenida de un modelo GARCH.

Resultados

El gráfico R3.1 presenta la evolución del ICF para el período enero 2008-octubre de 2020, donde los valores positivos del indicador se interpretan como condiciones financieras restrictivas, mientras que, si el ICF se ubica en terreno negativo, las condiciones serían expansivas. Tomando esto en consideración, los resultados del ICF capturaron de manera adecuada la crisis financiera global (CFG) de 2008-2009. En efecto, en dicho período se observa un incremento importante del ICF, lo que refleja el contexto de estrés

¹ Elaborado por Salomé Pradel, de la Subdirección de Política Monetaria.

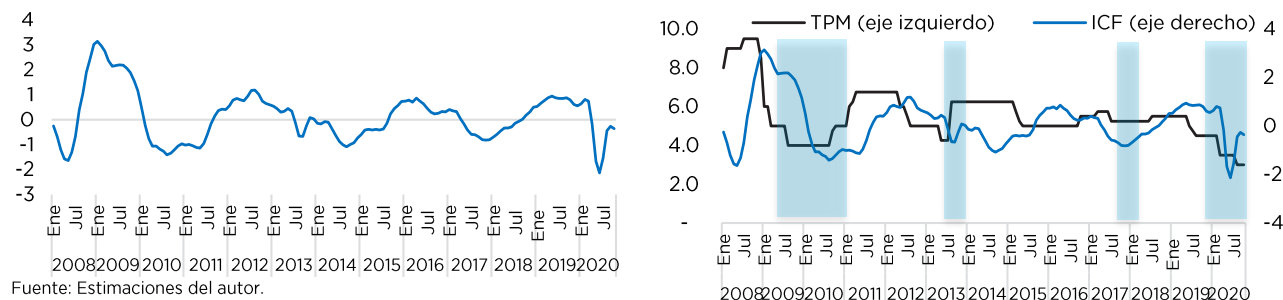
² A diferencia del ICF construido por Jiménez et al. (2016), las variables son filtradas respecto a su valor de tendencia, a través de un filtro HP, de forma tal que permitan considerar los cambios de tendencia que presentan algunas variables en la muestra. En tanto, estos autores utilizan por igual la técnica de componentes principales para la estimación de un ICF para la RD. No obstante, difieren de la metodología utilizada para este recuadro en la construcción de los ponderadores del indicador, donde los autores construyen el ICF a partir del primer componente principal para el conjunto completo de variables, sin dividir por grupos para su estimación.

³ En el caso de las variables del mercado cambiario, se excluye el TCR como variable explicativa. Para las variables externas, se utilizan el crecimiento y la inflación de Estados Unidos como variables representativas de las condiciones macroeconómicas.

Recuadro 3: Continuación

financiero que caracterizó a este episodio. Cabe destacar la respuesta de la PM a la CFG, consistente en la adopción de una postura monetaria expansiva, mediante el uso de instrumentos de PM poco utilizados hasta el momento, como el encaje legal. Esta medida, unida a la reducción de la TPM en 550 puntos básicos, se tradujo en condiciones financieras expansivas.

Gráfico R3.1 y R3.2. Indicador de condiciones financieras (media móvil 3 meses) y TPM



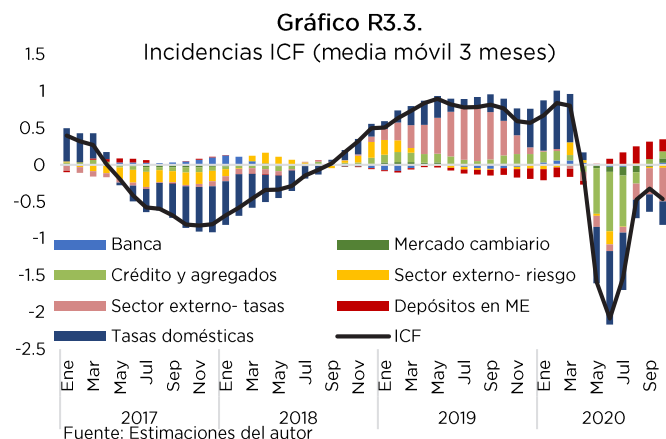
Fuente: Estimaciones del autor.

*Las regiones sombreadas corresponden a medidas de liberación de encaje legal otorgadas a múltiples sectores.

En el período post-crisis, caracterizado por la estabilidad macroeconómica y una mayor solidez financiera, las condiciones financieras han mostrado un comportamiento cíclico, como respuesta, en parte, a los cambios de la postura de PM (gráfico R3.2). Así, al comparar la evolución del ICF con la TPM, el ICF presenta un co-movimiento positivo con las decisiones de TPM, ya que la flexibilización de la postura de PM se ve reflejada en condiciones financieras más laxas, y viceversa. Adicionalmente, el impacto de las decisiones de reducción de la TPM sobre las condiciones financieras se acentúa cuando se encuentran acompañados de medidas de liberalización de encaje legal. De esta manera se observa un mayor sesgo expansivo en el ICF en períodos como 2013 y 2017.

A lo largo de 2020, la dinámica de las condiciones financieras ha evolucionado en respuesta al desarrollo de la pandemia y la implementación de las distintas medidas de PM para mitigar los efectos adversos del COVID-19 sobre el flujo de recursos hacia la economía. En este sentido, con el inicio de la epidemia, se

observó un incremento sustancial de la percepción de riesgo a nivel internacional debido a la alta incertidumbre, lo que determinó un sesgo restrictivo en las variables externas a principios de año (gráfico R3.3).



Posteriormente, la respuesta de PM a nivel doméstico y externo se reflejó en condiciones financieras expansivas. Este resultado es similar a lo observado en las grandes economías de AL, donde, tras la implementación de amplias medidas monetarias y fiscales expansivas desde abril, las condiciones financieras se flexibilizaron, según el informe del FMI.

De este modo, en RD se observó una reactivación importante del crédito a partir de mayo, lo que, en un contexto de debilitamiento de la demanda agregada, reflejó la rápida canalización de las medidas de provisión de liquidez adoptadas por el BCRD. A la vez, las tasas de interés de mercado mostraron una reducción significativa, y se ubicaron en terreno expansivo. No obstante, los indicadores relacionados al crecimiento de los depósitos denominados en ME han sido el principal factor restrictivo durante la pandemia, si bien su incidencia se ha reducido recientemente. Así, las condiciones financieras expansivas se mantuvieron determinadas, principalmente, por las bajas tasas de interés, tanto domésticas como externas.

De cara al futuro, se espera que las medidas recientemente adoptadas por el BCRD continúen canalizándose hacia el sistema financiero. De esta forma, conforme opere el mecanismo de transmisión de la PM, las condiciones financieras favorables continuarían apoyando al proceso de recuperación de la economía dominicana.

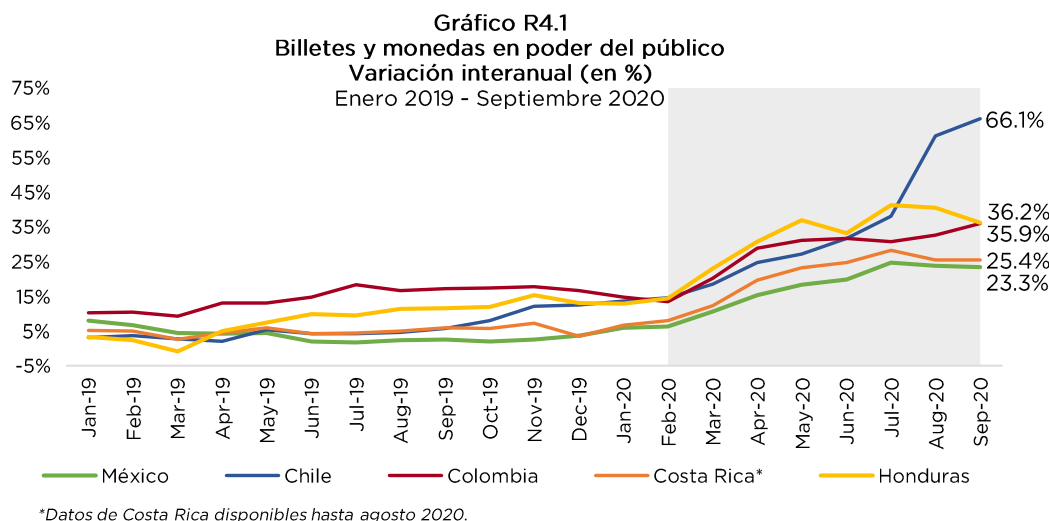
Recuadro 4:

Incremento de la demanda por efectivo durante la pandemia de COVID-19¹

Durante la última década, se ha evidenciado un aumento en el uso de métodos de pago digitales en las principales economías del mundo, dentro de los que destacan las transacciones mediante tarjetas de crédito y débito². Sin embargo, dadas las circunstancias de incertidumbre relacionadas a la pandemia del Covid-19, los consumidores han renovado recientemente su preferencia por el uso de efectivo, tanto para sus transacciones diarias como también para almacenar valor.

En el caso de las economías avanzadas, desde el inicio de la pandemia, se ha observado un incremento gradual en la demanda de billetes. En Estados Unidos (EUA), la variación interanual de los billetes y monedas en poder del público pasó de 5.5% en febrero a 14.9% al cierre de octubre, su nivel más alto desde la crisis financiera en 2009. Mientras, en la Zona Euro (ZE), la tenencia de efectivo por parte del público registró una variación interanual de 10.8% en octubre, lo que refleja un incremento respecto al 5.5% correspondiente a febrero de 2020.

En América Latina, el aumento de la demanda de efectivo durante la pandemia ha sido más pronunciado. En México, los billetes y monedas en poder del público registraron un alza interanual de 23.3% en septiembre 2020, mientras que, en el mes de febrero esta variación era de 6.3%. Este incremento estaría relacionado a una mayor demanda de los hogares, y a la disminución en el tránsito cotidiano, que ralentiza el flujo de los depósitos de efectivo a las entidades financieras³. Asimismo, Chile, Colombia y Honduras mostraron un claro crecimiento del efectivo en poder del público respecto a los niveles de pre-pandemia, al pasar de 14.6%, 13.5% y 14.3% en febrero, hasta variaciones interanuales de 66.1%, 35.9%, y 36.2%, respectivamente, durante el mes de septiembre de 2020. Mientras, Costa Rica presentó un crecimiento interanual de 25.4% en agosto, en contraste con el 8.0% registrado en febrero del año en curso.



La demanda de efectivo en estos países ha aumentado a pesar de distintas iniciativas de los Bancos Centrales para desarrollar servicios y plataformas digitales que permitan realizar cobros y pagos desde dispositivos celulares, tales como: plataforma “CoDi” desarrollada por el Banco de México, “Servicio de Pago con Código de respuesta rápida QR” regulado por el Banco Central de Reservas del Perú, y “Sinpe Móvil” desarrollado por el Banco Central de Costa Rica. Esto evidencia la relevancia del efectivo como refugio de valor, particularmente en una coyuntura como la actual, de alta volatilidad y de contracción económica global.

En República Dominicana, a pesar de la disminución transitoria del consumo de los hogares y de la inversión durante la pandemia, se ha registrado un aumento importante de los billetes y monedas emitidos⁴. Este incremento empezó a manifestarse en marzo, cuando los billetes en circulación

¹ Elaborado por Silvana Tirado y María José Castro, de la Subdirección de Política Monetaria.

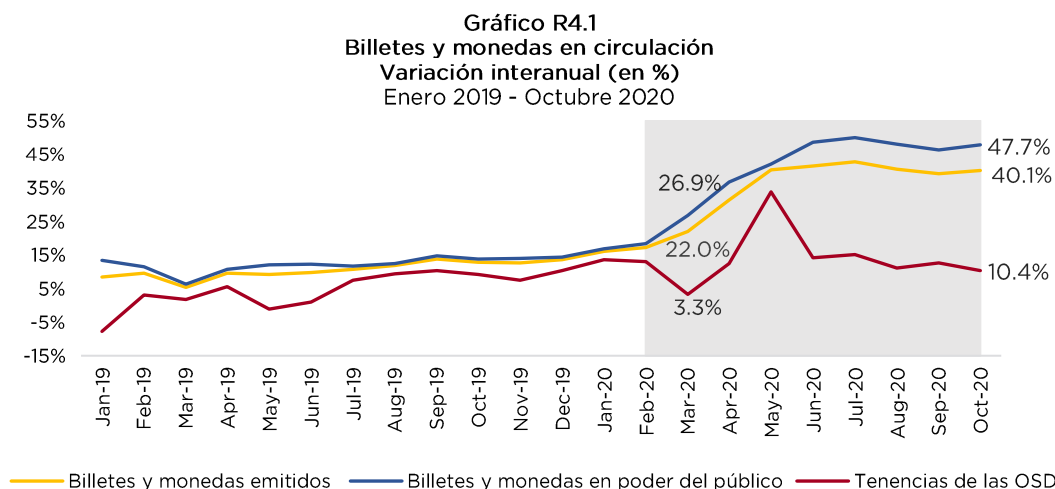
² Banco de Pagos Internacionales (2020), “Payments go (even more) digital”.

³ El Sr. Díaz de León, gobernador del Banco de México, ofreció esta explicación durante la presentación del Informe Trimestral abril-junio 2020, Periódico “La Jornada” (17/06/2020).

⁴ Los billetes y monedas emitidos comprenden los billetes y monedas en poder del público, además de las tenencias de las otras sociedades de depósito (OSD).

Recuadro 4: Continuación

experimentaron un incremento interanual de 22.0%, para alcanzar en el mes de julio un valor máximo de 42.8%. Desde entonces, la demanda de billetes se ha mantenido en este nivel, y registró una variación interanual de 40.1% en octubre de 2020.



La evolución de este indicador responde, principalmente, a un aumento en la demanda de billetes y monedas por parte del público. En efecto, la variación interanual pasó de 26.9% en marzo a 50.0% en julio, hasta alcanzar 47.2% en octubre de 2020. Cabe resaltar que esta tendencia es más pronunciada que el comportamiento de los depósitos en las entidades financieras, los cuales presentaron un incremento interanual de 29.4% en el mes de octubre. La inclinación por el uso de efectivo se debe a la propia incertidumbre generada por la pandemia y las medidas de confinamiento implementadas en el país, que han propiciado una mayor actitud precautoria por parte del público. El aumento en la demanda también podría responder a las medidas de provisión de liquidez adoptadas por las autoridades monetarias, con el objetivo de mitigar el impacto económico y apoyar la demanda interna del país.

Por otro lado, la tenencia de efectivo por parte de las otras sociedades de depósitos⁵ (OSD) experimentó un incremento interanual de 33.8% en mayo de 2020, en contraste con la variación de 12.5% en el mes anterior. Durante este periodo previo a las elecciones presidenciales, las OSD incrementaron la cantidad de billetes de manera preventiva, con la finalidad de satisfacer posibles aumentos en la demanda de efectivo por parte de las empresas y hogares. A excepción de dicha etapa pre-electoral, la tenencia de efectivo de las OSD muestra una tendencia más gradual y estable, a diferencia de la demanda de billetes y monedas en poder del público. En efecto, en octubre de 2020, se registró una variación interanual de 10.4%, similar a los niveles observados previo a la pandemia.

Se puede concluir, entonces, que la mayor oferta monetaria registrada en el contexto de la crisis sanitaria no es una señal de sobrecalentamiento de la economía, sino producto de un aumento precautorio en la demanda de efectivo por parte del público, y de las medidas de provisión de liquidez implementadas por el Banco Central para estimular la demanda deprimida a raíz de la pandemia. Si bien la dinámica del efectivo es una variable informativa relevante para la operatividad de la política monetaria, no se esperaría que los aumentos transitorios observados recientemente se reflejen en mayores niveles de inflación futura, al tomar en cuenta que la demanda agregada se encuentra por debajo de su nivel potencial. En efecto, en República Dominicana se conduce la política monetaria bajo un esquema de metas de inflación, en el cual los agregados monetarios pasan a ser variables indicativas, tomando en consideración la amplia evidencia internacional sobre el debilitamiento en la relación entre los agregados monetarios y el nivel de inflación, lo cual se ha reflejado también a nivel nacional (Andújar, 2014). Finalmente, se espera que la demanda de efectivo empezará a moderarse en la medida en que se disipe el impacto y la incertidumbre de la crisis sanitaria y las actividades productivas continúen normalizándose.

⁵ Otras sociedades de depósito (OSD): entidades financieras que tienen como actividad principal la intermediación financiera.

V. Perspectivas macroeconómicas y balance de riesgos

Luego de la publicación del IPoM de junio de 2020, las perspectivas en el contexto internacional se han tornado menos pesimistas, apoyadas en la recuperación observada a partir del tercer trimestre del año. En este sentido, se estima que, tras tocar fondo en el segundo semestre, la economía mundial continúe recuperándose. Las principales economías han comenzado a presentar signos de mejoría y mantienen bajas presiones inflacionarias, si bien las proyecciones permanecen enmarcadas en una alta incertidumbre asociada a la evolución de la pandemia y la duración de sus efectos sobre las economías.

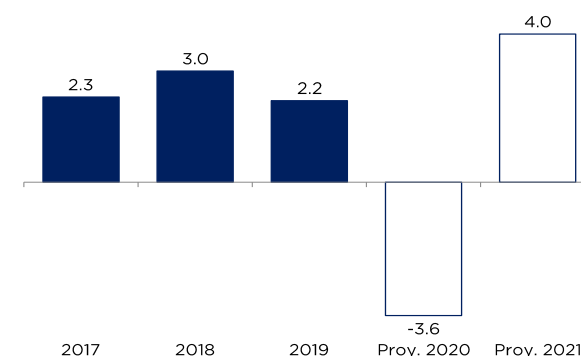
En el panorama doméstico, se espera una contracción de la economía en torno a 6.7-6.8% para 2020, y un crecimiento que podría ubicarse en torno al 6% en 2021, por encima del potencial. Las proyecciones sobre la inflación de corto plazo se han corregido al alza ante la incidencia de choques transitorios recientes por el lado de los costos, los cuales se prevé que se disipen, de manera que esta converja al centro de la meta durante 2021.

V.A. Perspectivas del entorno internacional

La pandemia del COVID-19 continúa siendo el principal factor que condiciona la evolución de las perspectivas de crecimiento mundial, al tomarse en cuenta la magnitud de este choque sin precedentes. Este ha propiciado una respuesta excepcional por parte de los hacedores de política monetaria y fiscal. De este modo, al avanzar el proceso de reapertura gradual de la economía, las condiciones recesivas han cedido progresivamente y, en el tercer trimestre del año, la actividad económica ha repuntado, particularmente en las economías avanzadas como EUA y la ZE.

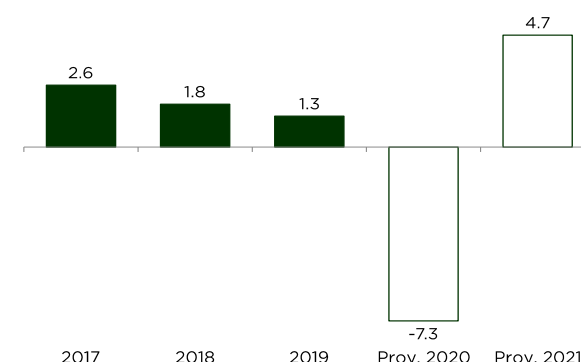
Bajo este escenario, en su informe de diciembre, Consensus Forecasts (CFC) espera una contracción de la actividad económica mundial de 4.2% para 2020, una corrección al alza de 0.5 puntos porcentuales respecto a las previsiones contempladas en su informe de junio. Del mismo modo, las proyecciones anticipan un repunte en el crecimiento de la economía mundial de 4.8% para 2021. En tanto, la inflación global se

Gráfico V.1
EUA: Proyección PIB real
Variación interanual (%)



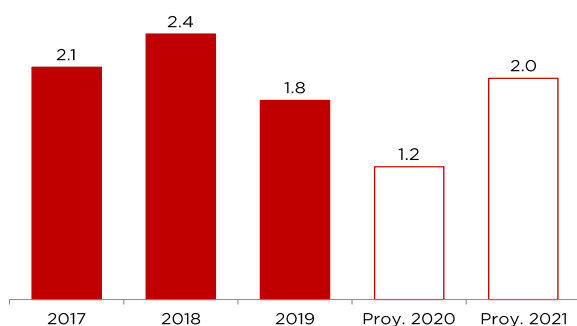
Fuente: Consensus Forecast

Gráfico V.2
ZE: Proyección PIB real
Variación interanual (%)



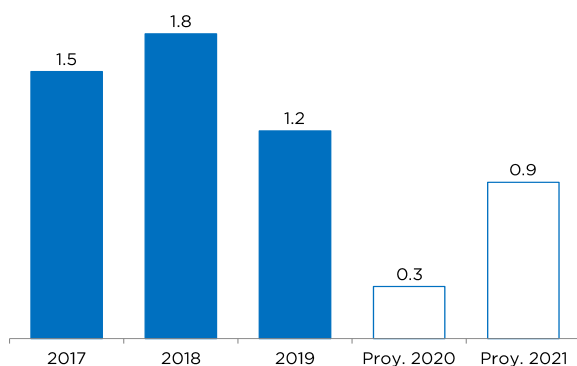
Fuente: Consensus Forecast

Gráfico V.3
EUA: Proyección inflación interanual
 (%)



Fuente: Consensus Forecast

Gráfico V.4
ZE: Proyección inflación interanual
 (%)



Fuente: Consensus Forecast

mantendría moderada, dadas las bajas presiones por el lado de la demanda.

En las economías avanzadas, las proyecciones de crecimiento para 2020 han presentado correcciones importantes en comparación con lo previsto en junio. Así, se espera que la economía de EUA registre una contracción de 3.6%, mientras que la ZE mostraría una caída de 7.3% para el cierre de 2020, lo que equivaldría a mejoras en las estimaciones de 2.0 y 1.1 puntos porcentuales, respectivamente. En cuanto a 2021, se proyecta un crecimiento de 4.0% para EUA, y de 4.7% para la ZE. En este contexto, no se prevén presiones inflacionarias importantes. En el caso de EUA, CFC estima una inflación de 1.2% para 2020, y de 2.0% en 2021. En el caso de la ZE, las perspectivas inflacionarias son aún más débiles, y se esperan variaciones de 0.3% y 0.9% para 2020 y 2021, respectivamente.

En el nuevo escenario planteado, se contempla una moderación del crecimiento durante el cuarto trimestre de 2020, para retomar las tasas de crecimiento positivas en el transcurso de 2021. No obstante, recientemente se ha observado un incremento importante en el número de nuevos contagios de COVID-19, principalmente en las economías europeas, lo que ha motivado la implementación de nuevas medidas de confinamiento en países como Francia, España y el Reino Unido, situación que afectaría la recuperación económica en 2021. Si bien se espera que las medidas sean más focalizadas que aquellas implementadas en marzo, sectores como el de servicios se verían particularmente afectados.

Ante este panorama, los bancos centrales de las economías más avanzadas han indicado que mantendrán una postura monetaria expansiva, con las tasas de interés en sus mínimos históricos y la implementación de paquetes de medidas de provisión de liquidez, y, de ser necesario, se pondera la posibilidad de nuevas intervenciones. Bajo el nuevo esquema anunciado por la Fed, se espera que la postura monetaria en EUA se mantenga expansiva por un período más prolongado, y se permitiría que la inflación se ubique por encima de la meta en el mediano plazo para compensar los períodos de baja inflación observados previo a la pandemia. Por su parte, el BCE, en su reunión de diciembre, amplió su programa de provisión de liquidez, a la vez que extendió el período de vigencia de estos instrumentos. Así, se espera que las condiciones

financieras a nivel internacional se mantengan favorables en el resto de 2020 y hacia 2021.

Por el lado de los *commodities*, se estima que el precio del petróleo se mantendrá en torno a los valores promedios observados en el transcurso del año. La Administración de Información de Energía (EIA, por sus siglas en inglés) prevé que el precio del WTI promedie US\$39.0 por barril durante 2020. Hacia 2021, se espera un incremento del precio del petróleo ante la recuperación de la economía mundial y un incremento más limitado de la producción del crudo acordada por la OPEP y sus aliados (OPEP+) para enero de 2021. De esta forma, el precio del WTI aumentaría el próximo año, hasta promediar US\$45.8 por barril. Por otro lado, se estima que el precio del oro permanezca por encima de los US\$1,800 por onza troy en el mediano plazo, al mantenerse como activo de reserva de valor en el contexto actual.

En lo que concierne a las economías emergentes, estas presentan un panorama mixto. En el caso de China, se ha observado un desempeño mejor al previsto y se proyecta un crecimiento del PIB de 1.9% en 2020, según el FMI, con lo que sería una de las pocas economías que no experimentaría una contracción en el presente año. En 2021, China repuntaría hasta alcanzar una expansión de 8.2%. Para India, por el contrario, los pronósticos para 2020 se han deteriorado considerablemente, debido al esfuerzo que ha supuesto contener la evolución de la pandemia. En efecto, India se contraería en 10.3%, cerca de dos veces mayor de lo previsto en junio, mientras que en 2021 se expandiría en 8.8%.

El resto de las economías emergentes continuarían impactadas por los efectos del COVID-19, si bien sus perspectivas para este año han mejorado. En este sentido, se espera que se mantenga la depreciación del dólar en los mercados internacionales, lo que, unido a una reducción de la percepción por riesgo, contribuiría a mitigar las presiones a la depreciación sobre sus monedas, brindándoles un alivio temporal con relación a las fuentes de financiamiento.

En el caso de AL, los resultados en términos de crecimiento, para 2020, estarían afectados por la fuerte propagación del COVID-19, factor que motivó la implementación de medidas de restricción a la movilidad de las personas por un período de tiempo más prolongado que en otras regiones. En este sentido, si bien se han levantado las restricciones y las economías han

Gráfico V.5
Proyección petróleo WTI
(US\$/barril)

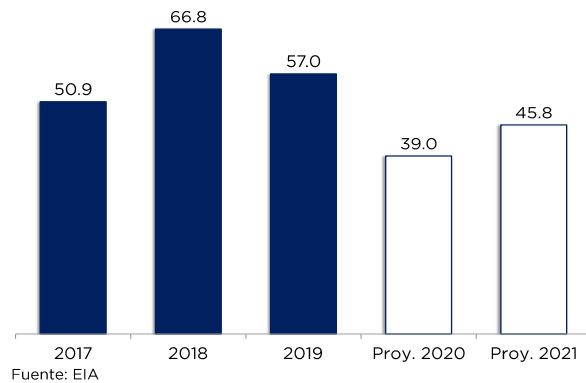


Gráfico V.6
AL: Proyección PIB real
Variación interanual (%)

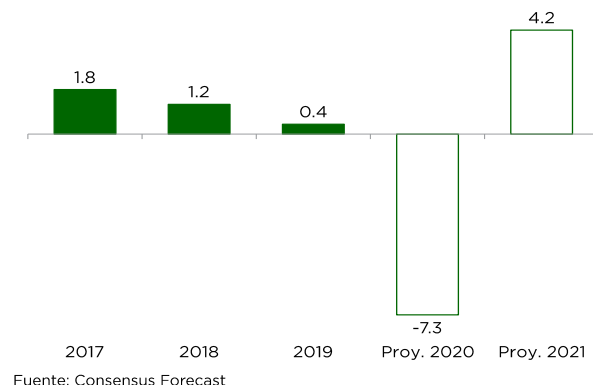
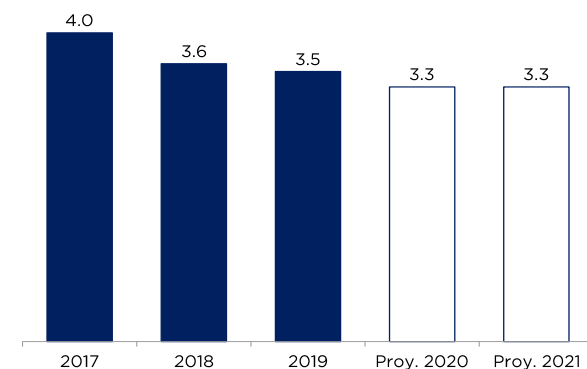
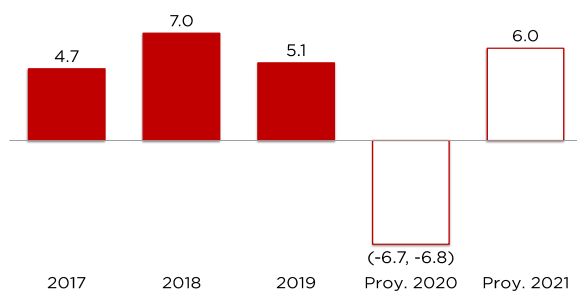


Gráfico V.7
AL: Proyección inflación interanual
 (%)



Fuente: Consensus Forecast

Gráfico V.8
RD: Proyección PIB real
 Variación interanual (%)



Fuente: BCRD

ido restaurando sus operaciones habituales, los efectos de la pandemia han sido mayores a lo previsto ante el alto nivel de propagación en las economías de mayor tamaño. En efecto, las perspectivas de crecimiento de la región para 2020 se han deteriorado, pasando de -7.1% en junio a -7.3% en diciembre, de acuerdo con CFC.

Para 2021, se proyecta que AL mantenga una senda de recuperación gradual, en la medida en que se disipen los efectos de la pandemia y se retomen las actividades productivas. De esta manera, se espera un crecimiento de 4.2%. No obstante, la magnitud de la recuperación dependerá de la estructura económica de cada país y la incidencia que tengan los sectores más afectados por la pandemia. En este sentido, la recuperación de aquellas economías con mayor dependencia del turismo estará condicionada a la normalización de la movilidad global.

Las presiones inflacionarias se mantendrían moderadas para la mayoría de los países de la región, afectadas principalmente por factores de demanda. Así, en un escenario de una actividad económica debilitada, se espera que la postura de política monetaria de los bancos centrales de la región permanezca en terreno expansivo.

V.B. Perspectivas del entorno doméstico

Las perspectivas de crecimiento económico para 2020 apuntan a que la economía dominicana mantendría el proceso de recuperación gradual hacia cierre del año. De esta forma, se proyecta que la economía acumule una caída en torno a 6.7% y 6.8% para 2020, al considerarse que la reactivación económica continúe en el cuarto trimestre del año, principalmente en los sectores manufacturero y construcción.

En 2021, se espera que el proceso de recuperación se acelere, y que la actividad económica se expanda por encima de su potencial, en la cual los modelos de pronósticos apuntan a tasas de crecimiento en torno al 6%, impulsadas por el restablecimiento paulatino tanto de la demanda interna como externa, pese a la recuperación más lenta de algunos sectores como el turismo.

Por el lado de la demanda interna, se espera que, a medida que se disipen los desafíos relacionados con el COVID-19, el consumo privado y la inversión retomen tasas positivas de crecimiento en 2021, apoyados en condiciones monetarias y

financieras favorables derivadas de la postura de política monetaria expansiva.

A la vez, las condiciones crediticias continuarían flexibilizándose en el cuarto trimestre de 2020, tal como sugiere la Encuesta de Condiciones Crediticias, en la cual se prevé una mayor demanda por nuevos créditos, así como condiciones de otorgamiento de crédito menos restrictivas por parte de la banca (ver Recuadro 5). De esta forma, se proyecta que el crédito al sector privado en MN se expandirá en torno a 8.0%-10.0% al cierre de 2020 y entre 9.0%-11.0% durante 2021, lo que continuaría apoyando la recuperación de la demanda doméstica.

En cuanto al sector externo, se espera que el déficit de cuenta corriente se ubique entre 2.0%-2.5% del PIB en 2020, un resultado mejor al contenido en las proyecciones del IPoM de junio. Estas previsiones se basan en una evolución más favorable de algunas de las actividades generadoras de divisas, tales como las exportaciones de ZF y las remesas, lo que ha permitido contrarrestar los efectos adversos que ha tenido la pandemia sobre el desempeño del turismo, y se evidencia, así, la capacidad de resiliencia de las cuentas externas. De este modo, se prevé que en 2020 las exportaciones totales caigan en 7.0%, mientras que las importaciones se contraerían en 16.7%. En tanto, en este período, las remesas familiares se expandirían en 13.7%.

Para 2021, el balance de cuenta corriente se proyecta en torno a -1.5% y -2.0% del PIB. Así, el sector exportador continuaría apoyando positivamente la actividad económica doméstica, con un crecimiento de las exportaciones totales de 5.0% en 2021, conforme se sostenga la recuperación de nuestros principales socios comerciales. En particular, una mejor situación en EUA contribuiría a un restablecimiento de la demanda externa relevante para la RD. Por igual, se espera que las remesas familiares continúen mostrando un buen desempeño y crezcan en torno a 4.5% el próximo año. En tanto, las importaciones aumentarían en 10.0%, en un contexto de recuperación de la demanda interna.

En el transcurso de la crisis sanitaria y económica, la RD ha mantenido un buen flujo de IED, reflejo de sus sólidos fundamentos macroeconómicos y de su capacidad para hacer frente a los choques negativos. En este sentido, se espera que la economía reciba alrededor de US\$2,500 millones durante 2020, cifra que permitiría financiar el déficit de cuenta corriente en su totalidad. Por

Gráfico V.9
RD: Proyección préstamos al sector privado en MN
Variación interanual (%)

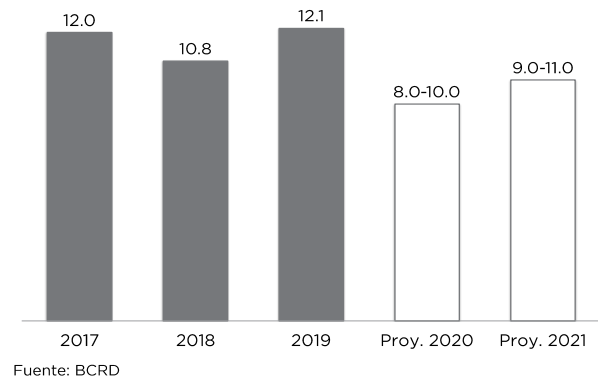


Gráfico V.10
RD: Proyección balance de cuenta corriente
(% PIB)

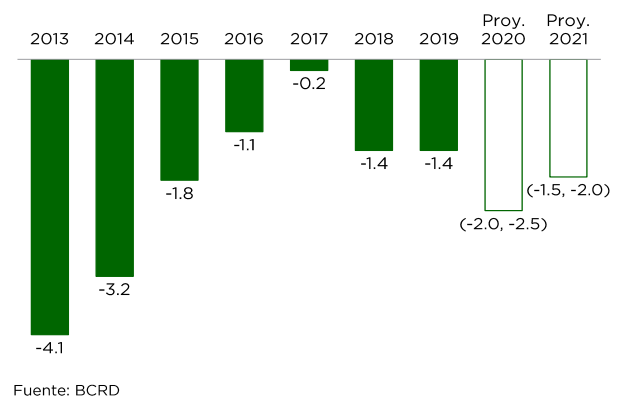


Gráfico V.11
RD: Proyección de inflación general (%)

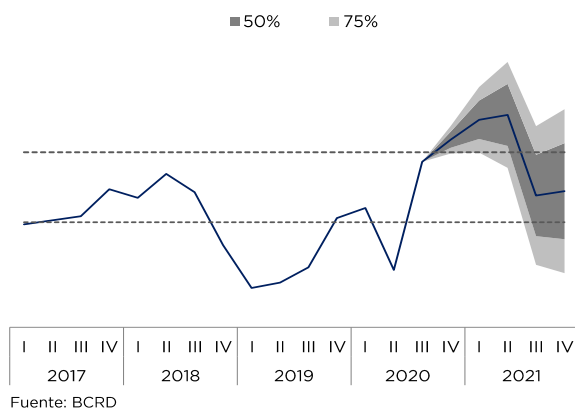
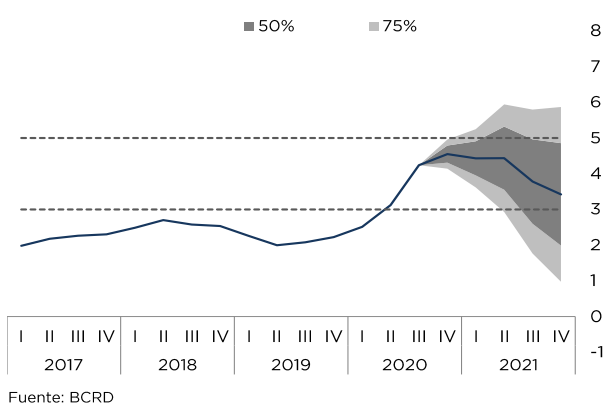


Gráfico V.12
RD: Proyección de inflación subyacente (%)



igual, las perspectivas apuntan a que la IED crecería un 6.2% en 2021, para un monto recibido esperado de alrededor US\$2,700 millones.

Finalmente, la política fiscal continuaría apoyando la demanda interna en lo que resta de 2020. En efecto, el más reciente presupuesto complementario aprobado contempla un resultado global del GC en torno a -9.3% del PIB para 2020 lo que supone un incremento del déficit previsto originalmente de 2.2% del PIB y de 5.0% del PIB contemplado en el IPoM de junio. Sin embargo, la mejoría reciente de las recaudaciones conllevaría un resultado global menos deficitario. Para 2021, el déficit del GC se ubicaría en torno a 3.0% del PIB, equivalente a un superávit primario de 0.8% del PIB, moderándose el sesgo expansivo de la política fiscal.

V.C. Perspectivas de inflación doméstica

La irrupción de la pandemia del COVID-19 ha supuesto choques simultáneos de oferta y demanda para la economía local, lo que ha implicado efectos en distintas direcciones sobre la evolución de los precios. Por un lado, el choque de demanda negativo ha impuesto menores presiones inflacionarias, mientras, por el lado de la oferta, las medidas de confinamiento y distanciamiento social y los eventos climáticos adversos han impulsado un aumento de los costos.

Las proyecciones apuntan a que, al cierre de 2020, la inflación se situará en torno a 5.5%, ubicándose por encima del límite superior del rango meta, considerando la incidencia de los factores por el lado de la oferta. En este sentido, se considera que las presiones inflacionarias recientes tienen un carácter transitorio, y han reflejado el impacto coyuntural sobre los precios del grupo de alimentos y de transporte, así como de mayores costos de los insumos importados.

En 2021, se espera que la inflación converja al centro del rango meta de $4.0\% \pm 1.0\%$ durante el segundo semestre del año, conforme se disipen estos choques transitorios de oferta y aún no se materialicen presiones inflacionarias relacionadas con la demanda agregada, tomando en cuenta que la brecha del producto permanecería negativa. En tanto, se prevé que la inflación subyacente al cierre de año sea cercana a 4.5% y

que se modere en los siguientes trimestres hasta situarse en 3.4% a finales de 2021.

V.D. Balance de riesgos

Las proyecciones presentadas corresponden al escenario central proveniente del sistema de pronósticos del BCRD. En ese sentido, las perspectivas podrían diferir de la senda central prevista en este informe, considerando la elevada incertidumbre sobre la evolución de la pandemia a nivel global y el ritmo de restablecimiento de los distintos sectores de la economía.

Si bien a nivel doméstico se han producido ajustes hacia una nueva normalidad, que implica la convivencia entre las actividades productivas y sociales con las medidas para limitar la propagación del virus, las perspectivas sobre la duración y transitoriedad de los efectos de la pandemia aún están sujetos a un alto grado de incertidumbre.

En este contexto, el balance de riesgos sobre el crecimiento presenta un sesgo a la baja en el corto plazo. En particular, debe tomarse en cuenta la nueva ola de contagios que se ha producido en las economías avanzadas, así como las medidas de contención recientemente adoptadas. En este sentido, los flujos turísticos se verían aún más debilitados ante el incremento de la posibilidad de contagio, lo que representaría una recuperación más lenta del sector turismo y, por ende, un crecimiento doméstico menor al previsto.

No obstante, en el mediano plazo, los riesgos sobre el crecimiento se encuentran sesgados al alza. En particular, el desarrollo e inicio de distribución masiva de vacunas contra el COVID-19 representa un factor importante al alza en las proyecciones de crecimiento, lo que mejoraría sustancialmente las perspectivas económicas mundiales al reducirse el principal factor de incertidumbre en la coyuntura actual. Dada la importancia del turismo en la economía, esto tendría un impacto particularmente positivo para el crecimiento en RD. En ese sentido, los avances recientes en las vacunas apuntan hacia el optimismo y podrían contribuir a una recuperación más rápida de la movilidad y patrones de consumo de los agentes económicos.

Sin embargo, en el período de transición hacia la aplicación de las vacunas a gran escala, una aceleración generalizada del número de nuevos casos de COVID-19 podría motivar la implementación de nuevas medidas de

Tabla V.1
Proyecciones macroeconómicas

Variables	2019	2020*	2021*
PIB real ^a (Crecimiento)	5.1%	(-6.7%, -6.8%)	6.0%
Inflación ^a (Fin de período)	3.7%	5.5%	4.0%
Precio promedio WTI ^b (US\$ por barril)	57.0	39.0	45.8
PIB real EUA ^c (Crecimiento)	2.2%	-3.6%	4.0%
PIB economía mundial ^c (Crecimiento)	2.8%	-4.2%	4.8%

*Proyecciones

Fuente: a) BCRD, b) EIA, c) Consensus Forecast

confinamiento a nivel internacional que, si bien en principio serían más focalizadas, podrían incrementar la incertidumbre y ocasionarían, por ende, una menor perspectiva de crecimiento que postergaría la recuperación de la demanda mundial. En este contexto, las condiciones favorables podrían verse afectadas por los menores espacios con los que cuenta la política fiscal ante los niveles de endeudamiento que registran tanto economías avanzadas como emergentes, lo que implicaría una mayor dependencia de la política monetaria.

En lo concerniente a la inflación, los riesgos en el horizonte de política monetaria se encuentran balanceados. Entre los factores al alza, una persistencia de los choques de costos mayor a la prevista se reflejaría en presiones adicionales sobre los precios. En particular, el precio del petróleo presenta un sesgo al alza, considerando los efectos de una potencial mayor demanda a nivel mundial, así como un ritmo más gradual de incremento de la oferta acordado por la OPEP y sus aliados. Asimismo, una prolongación de los efectos de los eventos climáticos adversos en el corto plazo o la ocurrencia de nuevos fenómenos, podría representar restricciones de oferta para la producción de ciertos alimentos, lo que se traduciría en una inflación superior a la prevista en el escenario central. Por el contrario, en un contexto donde la brecha de producto permanezca en terreno negativo por un tiempo mayor al previsto, las presiones inflacionarias provenientes de la demanda interna serían menores, representando un factor a la baja para la inflación.

Finalmente, las presiones inflacionarias recientes presentan un carácter transitorio y se dispararían en el horizonte de política, sin comprometer el cumplimiento de la meta de inflación. Las expectativas de inflación ancladas a la meta de mediano plazo de $4.0 \pm 1.0\%$, aunadas a la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos de RD, otorgan los grados de libertad requeridos para mantener condiciones monetarias expansivas que continúen apoyando a los sectores productivos y los hogares ante el impacto adverso del COVID-19. De esta forma, el BCRD reafirma su compromiso para garantizar la estabilidad macroeconómica y conducir la política monetaria hacia el logro de su meta de inflación en el horizonte de política monetaria, y así contribuir a que la economía retome su senda de crecimiento sostenido.

Recuadro 5: Expectativas económicas en tiempos de COVID-19¹

Las encuestas macroeconómicas son una herramienta útil a la hora de dar seguimiento a la coyuntura vigente y a las expectativas de los agentes económicos. Así, ante los efectos de la pandemia del COVID-19 estas han cobrado especial importancia para orientar a los tomadores de decisiones de políticas públicas.

Este recuadro resume el impacto de la pandemia sobre la situación y perspectivas de las variables macroeconómicas, desde el punto de vista de los analistas económicos, las empresas del sector industrial y los bancos múltiples. Adicionalmente, se analizan los horizontes temporales dentro los cuales los agentes esperan una recuperación de las principales variables económicas. Para estos fines, se utilizan los levantamientos de tres encuestas: (i) la Encuesta de Expectativas Macroeconómicas (EEM), que capta las expectativas sobre el comportamiento futuro de las principales variables macroeconómicas; (ii) la Encuesta Opinión Empresarial (EOE), que recoge la percepción de los empresarios sobre la situación económica actual y las expectativas del sector industrial dominicano y (iii) la Encuesta de Condiciones Crediticias (ECC), a través de la cual se indaga sobre los cambios en las políticas de asignación de nuevos créditos y la percepción sobre la oferta y demanda de los mismos.

Durante la pandemia, los analistas que participan en EEM han mantenido expectativas de inflación para 2020 que oscilan entre el límite inferior y el centro del rango meta del Banco Central (gráfico R5.1). Sin embargo, entre abril y junio se observó un notable aumento en la dispersión de sus pronósticos.

En cuanto a la actividad económica, el gráfico R5.2 muestra que los analistas han mostrado un deterioro progresivo de las expectativas de crecimiento del producto interno bruto (PIB), y se espera una caída para 2020, al pasar la mediana de 5% en enero a -6.3% en la encuesta de diciembre. Para el próximo año, las expectativas pasaron de 5% a 4.1%, justo por debajo del crecimiento potencial estimado de la economía dominicana.

En lo que respecta a la variable del tipo de cambio, en diciembre los agentes esperaban una depreciación implícita cercana al 10.7% para el 2020, mientras que en mayo se esperaba que fuese 15.6%. En el mediano

Gráfico R5.1
Expectativas de inflación para el 2020
(Mediana y rango intercuartílico)

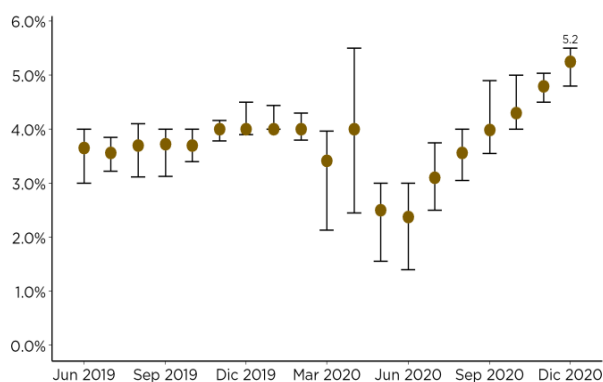


Gráfico R5.2
Evolución de las expectativas crecimiento PIB para 2020
(Mediana y rango intercuartílico)

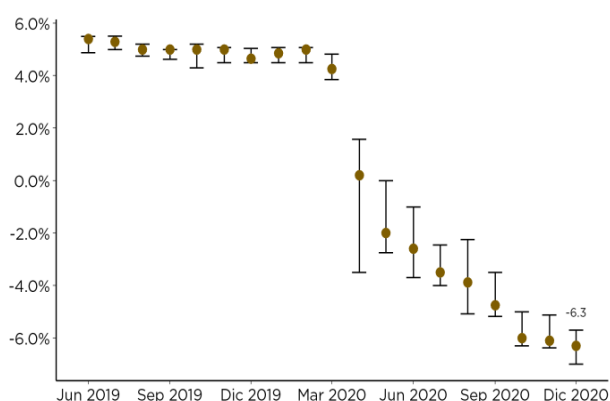
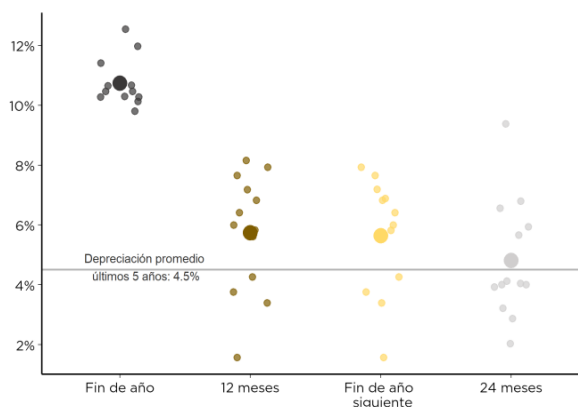


Gráfico R5.3
Depreciación implícita tipo de cambio según



¹ Elaborado por Oscar Pascual, Jessika García, Ana Pimentel y Johan Rosa, de la Subdirección de Estudios Regionales y Encuestas Macroeconómicas.

Recuadro 5: Continuación

plazo dicha depreciación esperada tiende al valor medio de los últimos años, lo que sugiere que los analistas consideran que el choque en el mercado cambiario es transitorio (gráfico R5.3).

Para el caso de las expectativas de tasa de política monetaria (TPM), los analistas no vislumbran cambios en la señal para el resto de año. Sin embargo, para el horizonte de 12 y 24 meses han proyectado una TPM más alta en comparación con la vigente, al colocarse en 3.50% y 4.00% respectivamente, en el último levantamiento (gráfico R5.4.)

Los resultados de la EOE sugieren un deterioro en la situación económica del sector industrial, la cual alcanzó mínimos históricos durante el segundo trimestre del año, y una mejora relativa en los últimos meses, aunque aún se mantienen por debajo de los niveles pre pandemia. A pesar de estos resultados, desde mayo, los industriales han mostrado perspectivas comparables con las obtenidas antes de la pandemia para la producción, precios y situación económica.

Por su parte, en el primer trimestre del año, la ECC se registró una contracción sin precedentes en la percepción de demanda y en las expectativas de demanda de nuevos créditos (gráfico R5.5). En abril-junio de 2020, dicho comportamiento negativo se mantuvo para el caso de la percepción de demanda actual, mientras que las perspectivas se recuperaron de manera importante en el sondeo correspondiente a este período (gráfico R5.6).

Por último, a partir de los levantamientos realizados en abril, en las distintas encuestas se han incorporado preguntas relacionadas al impacto de la pandemia sobre las principales variables macroeconómicas. En específico, se pregunta acerca de la dirección de los desequilibrios provocados por el cierre parcial de la economía y la duración en meses de los mismos.

Los analistas de la EEM esperan que las variables se estabilicen a mediados de 2021, y el primer sector en recuperarse sería el financiero, seguido de las cuentas fiscales y externas, con excepciones en el desempleo, los ingresos y gastos del Gobierno y la llegada mensual de turistas, para los cuales proyectan un tiempo de recuperación más prolongado.

Por su parte, los empresarios denotan un mayor optimismo, ya que esperan, en promedio, una recuperación de las variables macro y operativas para finales del 2020 y principios del 2021.

A través de las encuestas, el Banco Central continuará dando seguimiento a la evolución del sentimiento económico y las expectativas de los agentes, con el fin de reaccionar ante cualquier desalineamiento respecto a los objetivos oficiales y al comportamiento esperado de las variables por parte de los tomadores de decisiones.

Gráfico R5.4
Expectativas para la TPM, según horizontes

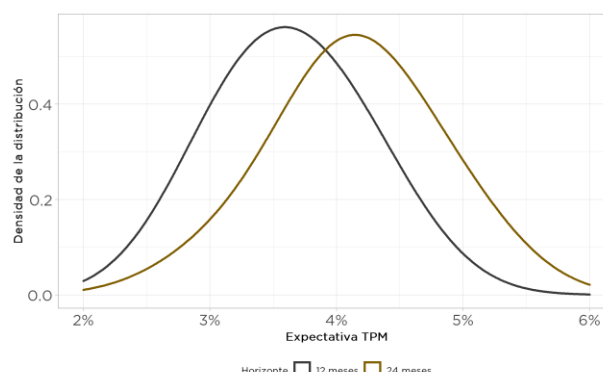


Gráfico R5.5
Percepción de la demanda de nuevos créditos
(Saldos de opinión)

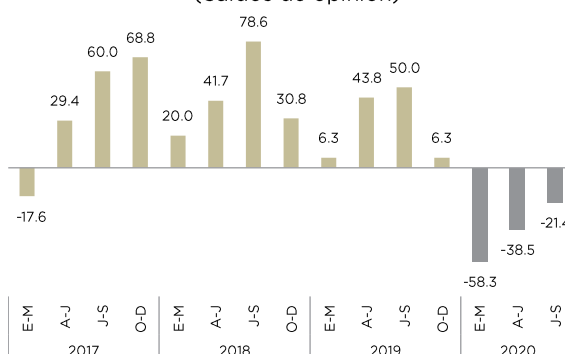
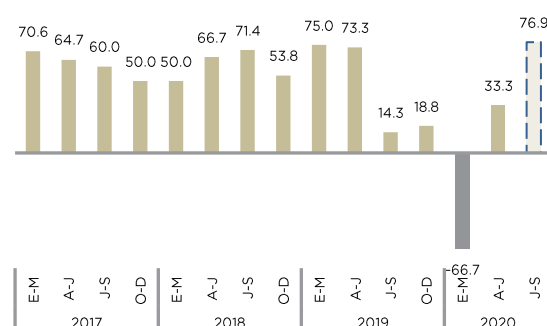


Gráfico R5.6
Expectativas de demanda de nuevos créditos



Referencias Bibliográficas

Álvarez Corrales, C. (2016). Índice de condiciones financieras para Costa Rica. Documento de investigación No. 9, Banco Central de Costa Rica.

Abinader anuncia un amplio plan de medidas para favorecer la recuperación del turismo. (16 de Agosto de 2020). Obtenido de Presidencia de la República Dominicana: <https://presidencia.gob.do/noticias/abinader-anuncia-un-amplio-plan-de-medidas-para-favorecer-la>

Aisen, A. & Hauner, D. (2008). Budget Deficits and Interest Rates: A Fresh Perspective. Documento de trabajo Fondo Monetario Internacional, WP/08/42.

Andújar, J. (2014). La transición de República Dominicana a metas de inflación. Revista Dominicana de Economía, 5, pp.99-120 .

Armendáriz, T., & Ramírez, C. (2017). Estimación de un índice de condiciones financieras para México. págs. 84 (4)(336), 899-946. .

Banco Central de Nicaragua. (2018). Elaboración del índice de condiciones financieras en Nicaragua. Nota Metodológica .

Banco de Pagos Internacionales. (2020). Payments go (even more) digital. Obtenido de https://www.bis.org/statistics/payment_stats/commentary2011.htm

Banque de France. (2019). A new banque de France financial conditions index for the euro area. Bulletin de la Banque de France, 223.

BCRD pone en circulación “Importancia y Evolución del Turismo en la República Dominicana 2012-2017. (17 de Octubre de 2018). Obtenido de Banco Central de la República Dominicana: <https://www.bancentral.gov.do/a/d/4128-bcrd-pone-en-en-circulacion--importancia>

Carbajal, B. (2020). Alcanza un nivel récord el uso de efectivo en México. banco central. Periódico La Jornada, 23.

Dutra Areosa, W. & Piazza Gaglianone, W. (2017). Financial conditions indicator for Brazil. Inter-American Development Bank.

Ebrahimi, E., Igan, D., Martinez, S. (2020). The Impact of COVID-19 on Inflation: Potential Drivers and Dynamics. Fondo Monetario Internacional.

Economic Impact Reports. (2020). Obtenido de Consejo Mundial de Viajes y Turismo: <https://wttc.org/Research/Economic-Impact#:~:text=In%202019%2C%20Travel%20%26%20Tourism%27s%20direct,10%20jobs%20around%20the%20world>

Giraldi, A., Ramírez, N. (2020). Aumento de la volatilidad del precio de los Alimentos en la República Dominicana en el contexto COVID-19. Banco Central de la República Dominicana.

Haman, F., Pérez , J., Restrepo, P. (2005). Sobre los Efectos Macroeconómicos de la Composición de la Deuda Pública en Colombia. Revista ESPE No. 49, diciembre 2005, Banco Central de Colombia.

Hatzius, J., Hooper, P., Mishkin, F. S., Schoenholtz, K. L., & Watson, M. W. (2010). Financial conditions indexes: a fresh look after the financial crisis. National Bureau of Economic Research Working Paper 16150.

Jiménez, M. & Ramírez, F. (2016). Un indicador de condiciones financieras para la República Dominicana. Documento de trabajo, Banco Central de la República Dominicana.

Núñez, M., & Urbina, M. (2018). Indicador de condiciones bancarias para Chile. Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras Chile.

Nivín, R., & Pérez-Forero, F. (2019). Estimación de un índice de condiciones financieras para el Perú. Banco Central de Perú, Revista Estudios Económicos, 37.

Perveen, Asma & Munir, Kashif. (2017). Impact of Total, Internal and External Government Debt on Interest Rate in Pakistan. MPRA Paper 83427: University Library of Munich, Germany.

Scholtes, C. (2020). What will be the impact of the coronavirus on inflation? BNP Paribas Asset Management.

Índice de Tablas y Gráficos

Tablas:

Tabla II.1	EUA: Descomposición del crecimiento, Variación interanual	11
Tabla V.1	Proyecciones macroeconómicas	41

Gráficos:

Gráfico II.1.	EUA: PIB Real, Variación interanual.....	11
Gráfico II.2.	EUA: Desempleo.....	11
Gráfico II.3.	EUA: Inflación interanual.....	12
Gráfico II.4.	EUA: Eurodólar, Dólar por Euro.....	12
Gráfico II.5.	ZE: PIB Real, Variación interanual.....	12
Gráfico II.6.	ZE: Desempleo.....	13
Gráfico II.7.	ZE: Inflación interanual.....	13
Gráfico II.8.	AL: EMBI, Puntos básicos.....	13
Gráfico II.9.	Precio petróleo WTI, Promedio mensual.....	14
Gráfico II.10.	Precio del oro, Promedio mensual.....	14
Gráfico II.11.	Índice de precios de alimentos, Variación interanual.....	15
Gráfico III.1.	RD: Indicador mensual de actividad económica, Variación interanual.....	17
Gráfico III.2.	RD: Tasa de desempleo abierto.....	17
Gráfico III.3.	RD: Exportaciones totales enero-septiembre, Variación interanual.....	18
Gráfico III.4.	RD: Remesas familiares, Variación interanual.....	18
Gráfico III.5.	RD: Inversión extranjera directa (IED) enero-septiembre, US\$MM.....	19
Gráfico III.6.	RD: Ocupación hotelera.....	19
Gráfico III.7.	RD: Ingresos y erogaciones del Gobierno Central, Variación mensual interanual.....	20
Gráfico III.8.	RD: Inflación general, Variación interanual.....	20
Gráfico III.9.	RD: Inflación por grupos, Variación interanual.....	21
Gráfico III.10.	RD: Inflación subyacente, Variación interanual.....	21
Gráfico III.11.	RD: Inflación por tipo de bienes, Variación interanual.....	21
Gráfico III.12.	RD: Expectativas de crecimiento e inflación, Cierre dic. 2020.....	22
Gráfico III.13.	RD: Expectativas de crecimiento e inflación, Cierre dic. 2021.....	22
Gráfico IV.1.	RD: Corredor de tasas de interés.....	27
Gráfico IV.2.	RD: TPM y tasa de interés interbancaria.....	27
Gráfico IV.3.	RD: Tasas de interés bancos múltiples, Promedio ponderado.....	28
Gráfico IV.4.	RD: Préstamos al sector privado en MN, Variación interanual.....	28
Gráfico IV.5.	RD: Medio circulante (M1), Variación interanual.....	29
Gráfico IV.6.	RD: Oferta monetaria ampliada (M2), Variación interanual.....	29
Gráfico IV.7.	RD: Dinero en sentido amplio (M3), Variación interanual.....	30
Gráfico V.1.	EUA: Proyección PIB real, Variación interanual.....	35
Gráfico V.2.	ZE: Proyección PIB real, Variación interanual.....	35
Gráfico V.3.	EUA: Proyección inflación interanual.....	36
Gráfico V.4.	ZE: Proyección inflación interanual.....	36
Gráfico V.5.	Proyección petróleo WTI.....	37
Gráfico V.6.	AL: Proyección PIB real, Variación interanual.....	37
Gráfico V.7.	AL: Proyección inflación interanual.....	38
Gráfico V.8.	RD: Proyección PIB real, Variación interanual.....	38
Gráfico V.9.	RD: Proyección préstamos al sector privado en MN, Variación interanual.....	39
Gráfico V.10.	RD: Proyección balance de cuenta corriente, % del PIB.....	39
Gráfico V.11.	RD: Proyección inflación general, Variación interanual.....	40
Gráfico V.12.	RD: Proyección inflación subyacente, Variación interanual.....	40

Glosario de Abreviaturas

AL	América Latina
BCE	Banco Central Europeo
BCRD	Banco Central de la República Dominicana
COMA	Comité de Operaciones de Mercado Abierto
EEM	Encuesta de Expectativas Macroeconómicas
EIA	Administración de Información Energética
EIF	Entidades de intermediación financiera
ENCFT	Encuesta Nacional Continua de Fuerza de Trabajo
EUA	Estados Unidos de América
FED	Reserva Federal
FLR	Facilidad de liquidez rápida
FMI	Fondo Monetario Internacional
GC	Gobierno Central
IED	Inversión Extranjera Directa
IMAE	indicador mensual de actividad económica
IPC	Índice de Precios al Consumidor
IPoM	Informe de Política Monetaria
ME	Moneda Extranjera
Mipymes	Micro, pequeñas y medianas empresas
MN	Moneda Nacional
M1	Medio Circulante
M2	Oferta Monetaria Ampliada
M3	Dinero en Sentido Amplio
NDFs	Contratos a futuro sin entrega
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
PCE	Gastos de consumo personal
PEA	Población económicamente activa
PIB	Producto Interno Bruto
PMI	Indicador compuesto de gestores de compras
RD	República Dominicana
REPOS	Reportos
TPM	Tasa de Política Monetaria
WTI	West Texas Intermediate
ZE	Zona Euro

