

INTRODUCCIÓN

El objetivo de este informe es visualizar el futuro de corto plazo de la economía dominicana. Todo el informe se ha redactado tratando de presentar cuáles serán las tendencias de las principales variables macroeconómicas de ahora al 31 de diciembre del 2007, y se presentan los fundamentos de por qué se entiende que esas serán las principales tendencias.

En una primera sección se presentan las tendencias de las principales variables macro. En una segunda sección se prepara una matriz de riesgos macroeconómicos que serían aquellas situaciones ante las cuales la economía se encuentra vulnerable, y se presenta cuál es la probabilidad de ocurrencia de cada situación. Por último, se concluye con un análisis de las razones por las cuales una continuación del Acuerdo con el FMI parece ser lo más recomendable en las circunstancias actuales.

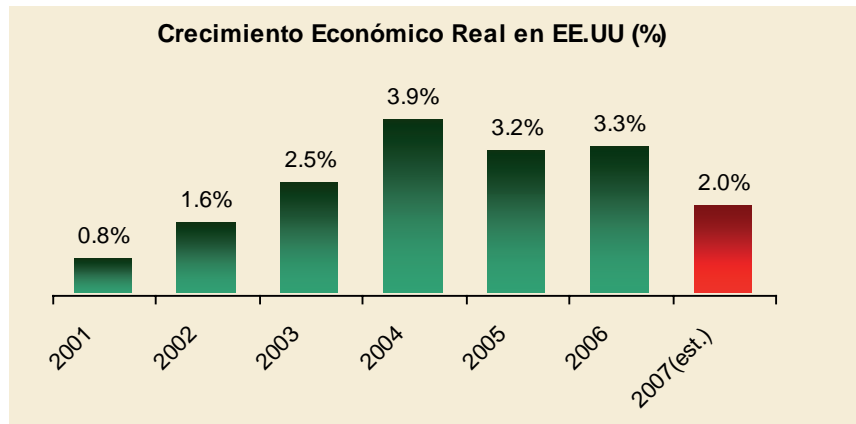
SUPUESTOS GENERALES O ESCENARIO BASE PARA LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS

• SUPUESTOS DEL ENTORNO INTERNACIONAL

1. Nuestras proyecciones contemplan un crecimiento de la economía de los Estados Unidos de 2.0% en el 2007 (ver gráfico 1).

- Luego de haber experimentado un periodo de dinámico crecimiento en los últimos cuatro años, la economía norteamericana ha reducido su nivel de actividad en el 2007.

- Sin embargo, se espera una recuperación gradual hasta alcanzar niveles más cercanos a su tasa de crecimiento potencial de largo plazo.



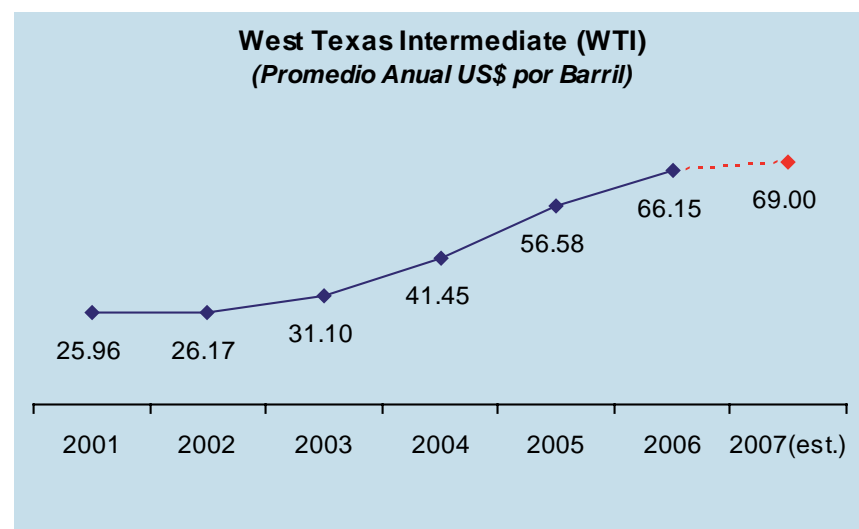
Fuente: Bureau of Economic Analysis, US Dept. of Commerce

2. Asumimos un precio promedio del barril de petróleo de US\$69.00 para la segunda mitad del 2007 y de US\$66.00 en el 2008 y 2009 (ver gráfico 2).

- Durante la primera mitad del 2007, los precios han mantenido una tendencia alcista dado que se ha registrado una fuerte caída en los niveles de inventarios de petróleo a nivel mundial.

- Esta caída en los inventarios se atribuye a la combinación de: (i) aumentos en el consumo, (ii) recortes en los niveles de producción de los países miembros de la OPEP, y (iii) tensiones geopolíticas.

- En el mediano plazo, entendemos que estos factores seguirán vigentes y, por tanto, implicarán presión sobre los precios.



Fuente: US Energy Information Administration

• ENTORNO LOCAL

1. Nuestro escenario base asume que el Banco Central no perderá su capacidad de renovación de los certificados de inversión y que, por tanto, podrá mantener un estricto control sobre la cantidad de dinero circulante en la economía.

- Entendemos que la recién aprobada Ley de Recapitalización del Banco Central y la posible aprobación para la captación de los fondos del sistema de pensiones en el Banco Central son pasos importantes para seguir ampliando el plazo promedio de los certificados de la institución.

2. El actual Acuerdo Stand-by con el FMI finaliza en enero de 2008 y creemos que las autoridades gubernamentales NO renovarían el acuerdo.

- Ahora bien, en base a las actuaciones recientes y pasadas de gobiernos del PLD, consideramos que los funcionarios públicos van a encontrar la manera de “convencer” a los agentes económicos de que la terminación del acuerdo no implicará un rompimiento completo con el FMI.

- En efecto, para cumplir con el artículo 4 de los términos de membresía, el FMI realiza un monitoreo rutinario de las economías de sus países miembros una vez al año.

- Es probable que las autoridades utilicen diversos mecanismos para convencer a la opinión pública de que estos monitoreos son suficientes para asegurar la estabilidad de la economía.

- Esta estrategia le permitiría al gobierno contar con mayor flexibilidad en el uso de los recursos y, al mismo tiempo, mantener la confianza de los agentes económicos.

3. Otro aspecto importante a destacar es que nuestro escenario “base” contempla que el PLD gane las elecciones presidenciales de 2008.

- Esto evitaría que el cambio de mando se convirtiera en un factor de incertidumbre y, por ende, de inestabilidad para los agentes económicos.

PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA 2007

Crecimiento del PIB al cierre de 2007

En el trimestre enero-marzo de 2007 la economía dominicana sigue mostrando un crecimiento fuerte (9.1%) comparada con el mismo trimestre de 2006. Entendemos que para todo 2007 el crecimiento podría ser de 8% (ver gráfico 3) considerando los siguientes factores:

1. Demanda agregada fuerte

- A diciembre de 2006, el consumo total real creció en 9.6% y la inversión real en 19.3%. Las persistentes bajas tasas de interés seguirán contribuyendo a una expansión tanto del consumo como de la inversión.

- El año preelectoral augura un nivel de gasto público “generoso”.

- En adición, los niveles de consumo normalmente son mayores en los últimos meses del año, lo que contribuiría a una expansión de la economía en el segundo semestre de 2007 (estacionalidad favorable).

- Se espera una mayor adecuación del proceso de adecuación de las empresas dominicanas a las normas bancarias, mejorando de esta manera su acceso al crédito.

- Aunque se proyecta una desaceleración de la economía norteamericana, se estima que crecerá en 2% en 2007 vs. 3.3% en 2006, esta tasa

es adecuada para contribuir con un crecimiento importante en la economía dominicana como un todo. No obstante, esto pudiera profundizar aún más los problemas enfrentados por las zonas francas, fundamentalmente textiles.

- Es importante mencionar que el propio Banco Central de la República Dominicana proyecta un crecimiento entre 8% y 9%.

PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN PARA 2007

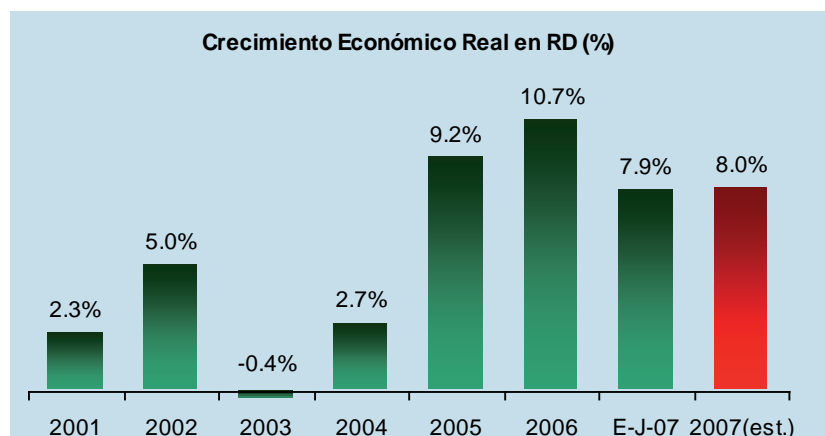
Entendemos que la inflación se mantendrá relativamente controlada (en niveles de un dígito) debido a las siguientes consideraciones:

Inflación Proyectada al Cierre de 2007

Proyectamos una inflación de 7% para todo 2007 (ver gráfico 4). A junio, la inflación acumulada fue de 4.4% lo que deja “muy poco espacio” para el segundo semestre del año, en el cual, típicamente, la inflación es mayor que la del primer semestre.

Adicionalmente, hay que considerar que la tendencia al aumento de los precios del petróleo podría afectar sensiblemente la inflación. En efecto, según el Banco Central, más de la mitad de la inflación a junio de 2007 se debió a los combustibles.

Para proyectar una tasa de inflación de 7% son necesarias ciertas condi-



ciones que, de alterarse, afectarían dicha proyección. Los supuestos que sostienen dicha tasa de inflación son:

- Al proyectar una inflación de 7% para todo 2007 también se supone que el tipo de cambio no aumenta de manera significativa (más adelante se presenta la proyección del tipo de cambio).
- El supuesto que hay detrás de esto es que el Banco Central es capaz de mantener la renovación de los certificados de inversión en una medida suficiente para conservar el control sobre los agregados monetarios.
- Hasta ahora el Banco Central ha demostrado su capacidad de mantener el control sobre los agregados monetarios, lo que es un elemento crítico para la estabilidad de precios.

PERSPECTIVAS DEL TIPO DE CAMBIO AL CIERRE DE 2007

El tipo de cambio de venta de los bancos comerciales cerró el 2006 en RD\$33.69/RD\$1. Luego se apreció y se situó en RD\$32.02/RD\$1 el 17 de mayo de 2007. Es sorprendente que en este mismo período el Banco Central acumuló reservas internacionales por US\$338 millones, excluyendo el encaje de depósitos en dólares. Es decir, que a pesar de esto la entrada de divisas al país por diferentes conceptos fue de un monto tal que permitió aumentar las reservas del Banco Central e inducir una reducción de 4.9%.

Viendo dichos resultados de otra manera, se tiene que a marzo de 2007 el país exhibía un déficit en cuenta corriente de unos US\$103 millones. A pesar de esto el Banco Central acumuló reservas por US\$338. Es decir, que el país tuvo un exceso de flujo externo de más de US\$440 millones que permitió cubrir el déficit corriente y acumular reservas.

Tipo de Cambio al Cierre de 2007
Proyectamos un tipo de cambio de venta de bancos comerciales al cierre de 2007 de RD\$34.5/RD\$1. Esta proyección supone un aumento del tipo de cambio de 3.5% con respecto a su valor del 30 de junio de 2007, que fue de RD\$33.33/US\$1 (ver gráfico 5).

Los elementos o aspectos que justifican la proyección realizada serían los siguientes:

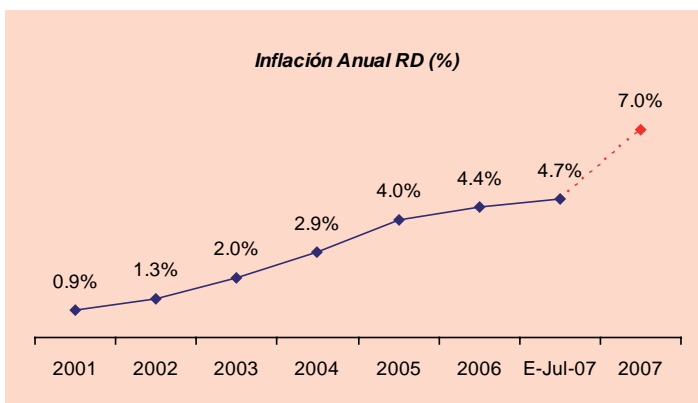
- **Aumento de los flujos hacia fuera del país.** Típicamente el sector externo aumenta su déficit en el segundo semestre del año. Esta estacionalidad "típica" tiene las siguientes agravantes:
 - **Petróleo.** Tendencia al aumento de los precios del petróleo en el segundo semestre del año.
 - **Impacto DR-CAFTA.** Impacto más completo de la desgravación arancelaria producida por el DR-CAFTA.
 - **Volatilidad Monetaria Esperada.** Tal y como ha ocurrido en los últimos

2 años (2006 y 2005) el Banco Central ha tenido que enfrentar una concentración importante de sus vencimientos de certificados de inversión. En ambos años se produjo un aumento importante y súbito de los agregados monetarios con su consecuente impacto en el tipo de cambio.

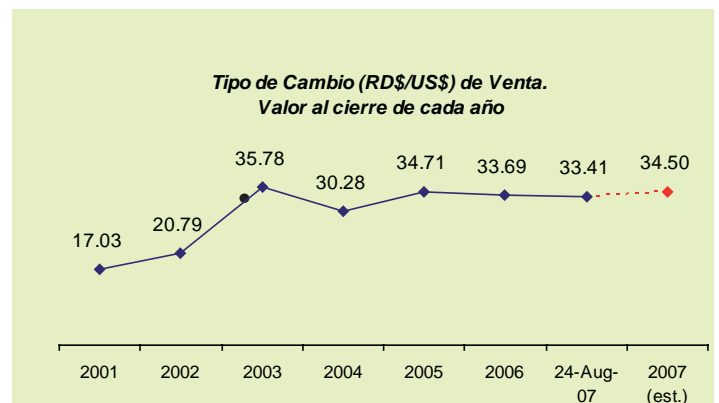
- **Condiciones Monetarias.** Entendemos que este en año de 2007 existen condiciones monetarias similares que determinarán una volatilidad monetaria y cambiaria. De hecho, los vencimientos programados para el último trimestre de 2007 son de RD\$39,808 millones, de los cuales 77.4% pertenece al público en general, que son los menos "controlables".

- **Período Preelectoral.** La concentración de vencimientos es particularmente delicada en presencia de un proceso preelectoral como el que se tendrá este año 2007. El aumento típico de la incertidumbre que normalmente acompaña los procesos electorales podría "jugar" en contra de la estabilidad monetaria y cambiaria.

A pesar de los elementos antes mencionados, nuestra proyección considera que el Banco Central tiene tanto la "intención" como la "capacidad" para mantener el tipo de cambio dentro de "cierto rango". Esa es la razón por la cual suponemos una depreciación moderada. Las razones para dicha depreciación moderada son las siguientes:



Fuente: Banco Central



Fuente: Banco Central

- Capacidad del BC para Controlar el Tipo de Cambio

- Alto nivel de reservas internacionales. Al 30 de junio el Banco Central había acumulado US\$563 millones de lo exigido por el FMI en su programa. Esto le da una enorme capacidad para intervenir el mercado.

- La última subasta de certificados del Banco Central del 27 de junio de 2007 cerró a una tasa promedio ponderada de 8.3% anual. Esto es significativamente menor que en periodos pasados, lo cual da a la institución cierta flexibilidad para subir dichas tasas y evitar con ello posibles retiros.

- Confianza del público. Hasta ahora ha sido posible reducir de manera importante las tasas de interés sin sufrir retiros significativos de recursos. Sin duda, esto es una evidencia clara de la confianza de los inversionistas en el Banco Central. Adicionalmente, los niveles de calificación de riesgo soberano han mejorado según las publicaciones de las principales firmas de calificación de riesgo.

- Intención del BC para Controlar el Tipo de Cambio

- Es claro que, fiscalmente, al gobierno le conviene mantener un tipo de cambio bajo, dados sus balances de deudas y compromisos en dólares versus sus ingresos en dólares.

- Adicionalmente, el tipo de cambio en RD es mostrado como uno de los principales logros económicos del gobierno, por lo que es poco probable que el Banco Central “permita” una volatilidad o depreciación importante con elecciones presidenciales tan cercanas.

PERSPECTIVAS DE TASAS DE INTERÉS PASIVAS

En los últimos 12 meses las tasas pasivas han continuado su tendencia a la baja. El promedio de dicha tasa en junio de 2006 fue de 11.08%

anual. Dicho valor para 2007 fue de 6.97%, lo que implica una reducción de 37%.

Tasas de Interés al Cierre de 2007

Proyectamos una tasa pasiva promedio para diciembre de 2007 de 7.5% anual, lo que implicaría un ligero aumento con respecto a su nivel de junio de 2007 (ver gráfico 6). Detrás de esta proyección hay varias consideraciones que es importante mencionar:

- Entendemos que la tendencia a la baja de la tasa se detendrá en vista de que se encuentra en el nivel límite que pensamos es consistente con el equilibrio macroeconómico. Más de esto podría hacer no rentable la inversión en RD dada la tasa esperada de devaluación.

- En adición a esto, los préstamos totales de los bancos múltiples han crecido de junio 2006 a junio 2007 en un 33.3%, versus 22.2% que ha sido el crecimiento de los depósitos para igual período. Esto es una indicación de que se está absorbiendo el “exceso” de liquidez que ha explicado la reducción de la tasa. Esto, eventualmente, implicará una presión al aumento de la tasa.

- A pesar de que la tendencia indica que el exceso de liquidez se está “consumiendo”, tomará un tiempo para que esto suceda y comience a presionar la tasa. Sólo en el Banco Central los bancos múltiples poseen

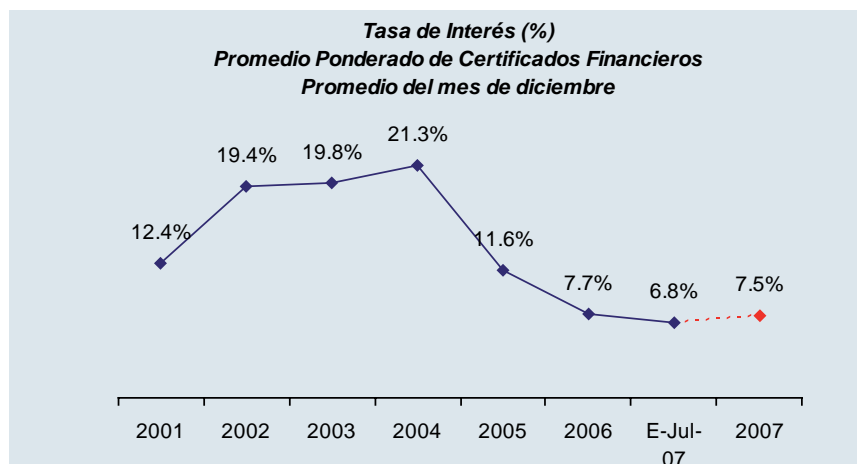
unos RD\$18,211 millones en certificados de inversión. Asumiendo que los préstamos se mantienen creciendo por encima de los depósitos a una tasa superior en 10 puntos porcentuales, dicho exceso duraría aproximadamente un año en ser absorbido.

- Es también adecuado suponer que la tasa de interés reaccionará hacia el alza en un escenario de volatilidad cambiaria como forma de poder compensar el mayor riesgo de invertir en RD\$. En vista de que se proyecta un aumento del tipo de cambio hacia finales de año, suponer un ajuste de la tasa de interés parece razonable.

- Es por lo dicho anteriormente que proyectamos un aumento moderado de la tasa de interés con respecto a su nivel de junio 2007.

PRINCIPALES RIESGOS MACROECONÓMICOS A CORTO PLAZO (PRÓXIMOS 12 MESES)

En el cuadro se presentan ciertos eventos que bajo ciertas condiciones pudieran ocurrir en la economía dominicana. El cuadro también presenta las consecuencias de dichos eventos así como la probabilidad de que efectivamente ocurran. La matriz no pretende proyectar las variables, sino hacer un “menú” que permita a los tomadores de decisiones considerar todos los posibles riesgos a nivel macro que se enfrentan en el corto plazo en la economía dominicana.



Fuente: Banco Central

MATRIZ DE RIESGOS MACROECONÓMICOS DE CORTO PLAZO PARA REPÚBLICA DOMINICANA

Evento que Implicaría un Riesgo Macro	Detonantes del Evento	Consecuencias del Evento	Probabilidad Ocurrencia (De 1 a 5)
Aumento en volatilidad Cambiaría en el último cuatrimestre de 2007	<ul style="list-style-type: none"> • Incertidumbre con respecto a disciplina del gobierno sin FMI y en presencia de elecciones • Incertidumbre con respecto a la capacidad del Banco Central de renovar los certificados que vencen en último trimestre 	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento del margen de intermediación de la divisa • Aumento de la inflación 	3 = probable
Súbito e importante aumento del tipo de cambio	<ul style="list-style-type: none"> • Fuertes expectativas devaluatorias fruto de manejo fiscal inadecuado • Fuertes expectativas devaluatorias ante percepción de que las autoridades monetarias cambiarán 	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento del margen de intermediación de la divisa • Aumento de la inflación • Contracción económica dado el efecto ingreso negativo que tendría 	2 = poco probable
Fuerte desaceleración de la economía	Ante súbito e importante aumento del tipo de cambio	Reducción de la demanda agregada de la economía con su consecuencia de menor crecimiento económico	1 = altamente improbable
Déficit fiscal significativo y desestabilizador	Aumento significativo del gasto público producto de período pre-electoral con marcada competencia	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento de tasas de interés porque el gobierno absorbería liquidez • Expectativas de aumento de tipo de cambio y aumento del mismo • Reducción de inversión dada incertidumbre de "responsabilidad macroeconómica" 	1 = altamente improbable
Aumento súbito e importante de la cantidad de dinero (base monetaria)	Ante expectativas de indisciplina fiscal podría crearse una NO-renovación masiva de certificados del Banco Central y con ellos aumentar la cantidad de dinero	<ul style="list-style-type: none"> • Depreciación importante del tipo de cambio • Aumento de la inflación • Caída del ingreso real y menor crecimiento económico 	2 = poco probable
Inflación de dos dígitos	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento importante de la cantidad de dinero en la economía • Aumento importante del tipo de cambio 	<ul style="list-style-type: none"> • Aumentan precios • Se reduce ingreso real • Presión social 	2 = poco probable
Precios del petróleo mayores a US\$70/barril	<ul style="list-style-type: none"> • Se mantiene demanda mundial fuerte • Se mantiene crisis medio oriente 	Presión sobre cuenta corriente y, por ende, sobre tipo de cambio, aunque es compensada con entradas de capital por otros conceptos	5 = Altamente probable
Aumento importante de las tasas de interés	<ul style="list-style-type: none"> • Ante súbito aumento de la cantidad de dinero, el Banco Central podría subir su tasa para evitarlo • Ante salida de capitales, las instituciones financieras y Banco Central podrían subir su tasa para retenerlos 	<ul style="list-style-type: none"> • Mayores gastos financieros para las empresas • Reducción o poco crecimiento del crédito, lo que implica menor crecimiento económico 	1 = Altamente improbable
Profundización de la crisis de las zonas francas textiles	<ul style="list-style-type: none"> • Mantenimiento del tipo de cambio en los niveles actuales • Persistencia de fuerte competencia asiática en EE.UU. 	<ul style="list-style-type: none"> • Menores exportaciones textiles • Mayor desempleo 	4 = Muy probable
Salida súbita de capitales	<ul style="list-style-type: none"> • Ante expectativas devaluatorias debido a (1) indisciplina fiscal (2) No renovación Acuerdo FMI 	Aumento tipo de cambio de manera significativa	2 = Poco probable

1 = Altamente improbable; 2 = Poco probable; 3 = Probable; 4 = Muy probable; 5 = Altamente probable

RAZONES PARA UNA EVENTUAL RENOVACIÓN DEL ACUERDO CON EL FMI

Como es sabido, el 31 de enero de 2008 concluye el Acuerdo Stand By que el país tenía con el FMI desde enero de 2005. Dicho Acuerdo le ha permitido al país crear confianza en medio de su proceso de recuperación económica y, adicionalmente ha ordenado las políticas económicas para dirigir las hacia su objetivo de estabilidad. El país, con ciertas excepciones del sector eléctrico sobretodo, ha cumplido todo las "exigencias" del Acuerdo y como muchas han dicho se supone que en enero, el país sea "dado de alta" por el FMI. Ante dicha situación se debate de la conveniencia de mantener algún tipo de vinculación con el FMI.

Hay, obviamente, dos posiciones: por un lado, algunos alegan que ya el país cuenta con la suficiente fortaleza económica como para prescindir de dicho Acuerdo, además de alegar que las autoridades actuales son "lo suficientemente maduras" en el ámbito del manejo económico para no estar bajo la supervisión del FMI. Por otro lado, otros, dentro de los que se encuentran las principales organizaciones empresariales del país, entienden que el país debe mantener algún tipo de Acuerdo. A continuación se hará una breve reseña de algunos razonamientos que pueden ayudar a posicionarse dentro de dicho debate.

1. Lo que está en juego es significativo

Objetivamente hablando, por lo menos en el ámbito de la estabilidad macro, el país ha transitado por una senda de recuperación franca desde mediados de 2004. El país ha hecho un esfuerzo por crecer con estabilidad, sólo hay que recordar que se han realizado unas 3 reformas fiscales como forma de lograr el equilibrio de las finanzas públicas.

La estabilidad ha mostrado ser el mejor telón de fondo para el crecimiento de la economía. Este logro, que es de todos los sectores que componen la economía, es demasiado valioso como para ponerlo en riesgo.

2. Las expectativas de inestabilidad pueden surgir cuando menos se espera

Lamentablemente, vivimos en un mundo cambiante. No se sabe con certeza cuándo vendrán los shocks internos y externos. La conveniencia de pasar por el proceso de elecciones presidenciales con algún tipo de acuerdo con el FMI no se debe a que no seamos capaces de hacerlo bien, sino que esto reduce la probabilidad de que la estabilidad sea cuestionada. Y, justamente, se trata de reducir al máximo la posibilidad de un retroceso en términos de estabilidad.

3. Nuestros antecedentes no nos ayudan

A pesar de que los últimos tres años han evidenciado estabilidad en los principales indicadores económicos, la realidad objetiva es que nuestro país carece de la institucionalidad necesaria para dar absoluta tranquilidad de que, a pesar de las elecciones presidenciales, la política económica seguirá respondiendo a las mejores prácticas. La historia económica dominicana demuestra que los años electorales tienden a caracterizarse por desbalances fiscales y/o monetarios. Aunque las autoridades actuales quieran actuar con toda la cautela posible, cualquier inconsistencia podría ser cuestionada y producir expectativas de inestabilidad con su consecuencia irreversible sobre las variables macroeconómicas.

4. El debate político tiende a ser desestabilizador

Mientras más reñida sea la campaña política por la presidencia de la República más expectativas de inestabilidad se generarían en ausencia del FMI. Una vez más aquí los antecedentes no ayudan, en vista de que muchas veces la propia campaña po-

lítica quiere desacreditar la política económica a expensas de la estabilidad macroeconómica. Esto debe evitarse.

5. Entendamos bien lo que significa madurez en el ámbito de lo económico

Hay que señalar que madurez en el ámbito económico no implica solamente que podamos hacer las cosas “por nosotros solos”, sino que seamos lo suficientemente objetivos para entender nuestras limitaciones y podamos disponer anticipadamente de los mecanismos que evitarán que nuestra economía sea expuesta a riesgos que son “evitables”.