

Capítulo 2

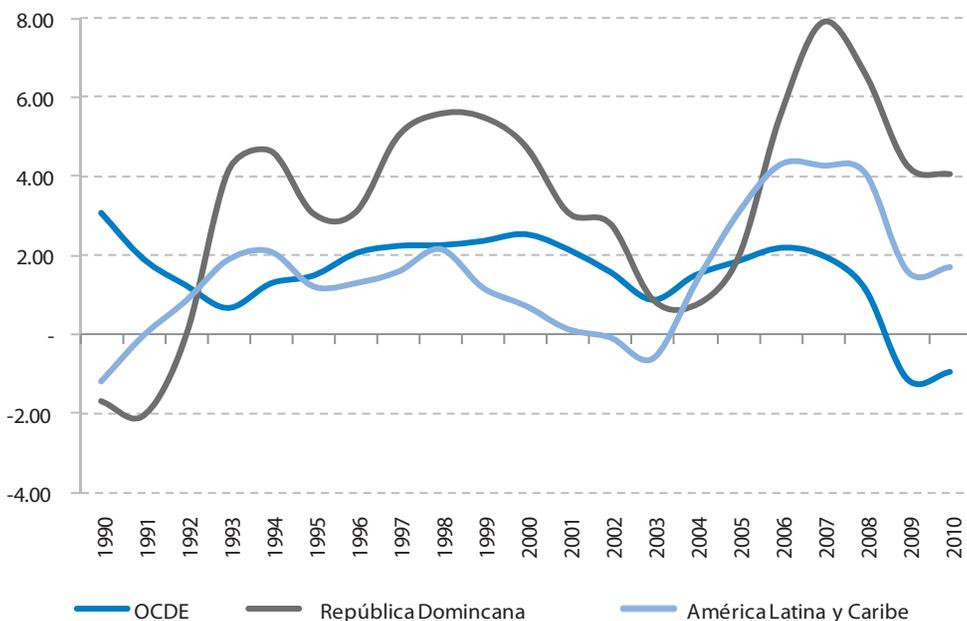
Contexto macroeconómico

Resumen

El rescate bancario realizado por el Banco Central tras la crisis financiera del 2003 resultó en un deterioro de su balance general, afectando igualmente las cuentas fiscales del gobierno central. Respecto a la balanza de pagos, el déficit en cuenta corriente se explica principalmente por los pocos mecanismos que tiene República Dominicana para contrarrestar los choques de precios de los rubros de importación, como importador neto de *commodities*. Se recomienda desarrollar un fondo que tenga un componente contra-cíclico que ayude a mitigar los choques sobre la balanza comercial y la implementación de una política que elimine las operaciones del Banco Central en el mercado cambiario a través de las emisiones de títulos.

República Dominicana, una economía pequeña y abierta, ha presentado un gran dinamismo en las últimas décadas, acentuado por un crecimiento económico acelerado y una apertura comercial. República Dominicana presentó uno de los crecimientos económicos más rápidos en la región, promediando un 6% anual entre 1990 y 2010. Asimismo, en términos per cápita, el país fue capaz de incrementar su ingreso en 50% en un periodo de veinte años (BID, 2010). Una porción de ese crecimiento fue apoyado en el sector externo donde las exportaciones se duplicaron entre principios de los noventa y el 2010, y el país percibió grandes flujos de inversión que permitieron financiar varios motores del crecimiento del PIB, como el turismo. Posteriormente a la crisis financiera de 2003-04, el crecimiento del PIB per cápita se recuperó y ha alcanzado en los últimos años tasas superiores a las registradas por las economías de la OCDE y de la región (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1. Crecimiento del PIB per cápita en República Dominicana, América Latina y países de la OCDE (% , 1990-2010)



Nota: Promedio móvil 3 años.

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en cifras del *World Development Indicators* del Banco Mundial.

StatLink  <http://dx.doi.org/10.1787/888932607537>

La economía dominicana ha sufrido cambios fundamentales en los últimos veinte años, que han modificado la estructura de la economía de una basada en exportaciones agrícolas a una economía de servicios. Durante la década de los noventa se introdujeron cambios significativos en la estructura productiva, sobre todo en los aspectos tributarios, comerciales, y de inversión extranjera. Tras una fuerte contracción de la economía en 1990, en los siguientes cinco años el país atravesó por varias reformas de carácter estructural que modificaron sustancialmente las bases de la economía. En esa época se fue consolidando la transformación de una economía primordialmente agrícola y de industria ligera hacia una economía basada en servicios, destacándose entre ellos las telecomunicaciones y los servicios financieros, así como el turismo y las zonas francas por su capacidad para la generación de divisas.¹

Las reformas se extendieron al sector financiero, permitiendo una mayor apertura y flexibilización de crédito, en un proceso paralelo a la flexibilización de la política cambiaria. En el sector financiero fueron importantes las medidas para la integración de los mercados domésticos a la dinámica internacional, destacándose la reducción de los obstáculos para la operación de bancos extranjeros y la consolidación en la provisión de productos y servicios por parte de la banca. En los mercados de capitales, la flexibilización progresiva de la política cambiaria fue eliminando las distorsiones del mercado dual de cambio. Adicionalmente, la nueva Ley de Inversión Extranjera (Ley 16-95) eliminó las restricciones al flujo de capitales externos en el país. Bajo este esquema, la inversión extranjera directa en el país se triplicó en diez años, pasando de 189 millones de dólares estadounidenses (USD) a principios de los noventa a 953 millones de USD en el 2000 y 2 371 millones de USD en el 2011, con el grueso de éstos dirigido a la inversión en el sector turístico.

La crisis financiera del 2003-04 ocasionó un fuerte choque a la economía que desembocó en un deterioro de los principales indicadores macroeconómicos y sociales del país. En el 2003, a raíz de la quiebra de tres bancos comerciales, que representaban el 26% de los activos del sistema financiero, el país se vio envuelto en un periodo de alta inflación (42.7% en el 2003 y 28.7% en el 2004), una fuerte depreciación de la moneda (113% entre 2002 y 2003),² un deterioro de las cuentas fiscales con un déficit de 3.8% del PIB, y una pérdida generalizada de confianza por parte de los agentes económicos. Esta situación, en adición a los efectos del choque petrolero del 2003 y un rescate bancario que representó el 20.3% del PIB, provocaron que en 2003 la economía decreciera 0.3% en términos reales (BCRD, 2004).

La salida de capitales provocó un choque adicional que generó un desbalance en el tipo de cambio y en las cuentas externas. De especial impacto

para la economía nacional fue la salida de capitales, causada por la fuerte depreciación que ocasionó una colocación de activos en el exterior por parte de actores privados, al tiempo que la incertidumbre económica provocó una reducción en los flujos de inversión directa. A pesar de que la cuenta corriente experimentó un superávit por primera vez en 11 años, debido al choque positivo de la depreciación sobre las exportaciones, el saldo no fue suficiente para evitar un déficit de balanza de pagos de 546.5 millones de USD en 2003, equivalente al 2.7% del PIB.

La firma de un Acuerdo Stand-By con el Fondo Monetario Internacional (FMI) permitió financiar la brecha externa e iniciar un programa de estabilización macroeconómica. En medio de esta situación, en el 2005 el país firmó un Acuerdo *Stand-By* con el FMI por dos años, ascendiente a 437.8 millones de derechos especiales de giro (DEG).³ Bajo este acuerdo el país tuvo acceso a recursos externos que permitieron una recomposición de las reservas externas del Banco Central, así como un financiamiento del gobierno central. Además, se promovieron importantes reformas al sistema financiero que fortalecieron la posición general del sistema, con el fin de evitar un efecto contagio ante un choque de magnitud similar.⁴ Estas medidas incluyen nuevos estándares de adecuación patrimonial, una supervisión en base a estados financieros consolidados y un marco legal para la prevención de riesgos permiten explicar la adecuada solvencia actual del sector financiero.

Tras la crisis y la ejecución de importantes reformas al sector financiero, el país experimentó un periodo de acelerado crecimiento económico. Este crecimiento, que promedió 8.5% en el periodo 2005-08, se apoyó en los sectores de telecomunicaciones y comercio que alcanzaron las tasas de crecimiento de 21.1% y 11.5% respectivamente. El cuadro macroeconómico fue acompañado de una mejora en los indicadores fiscales, apoyados por el Acuerdo *Stand-By* con el FMI, resultando en un superávit de 0.1% del PIB en el 2007. Las finanzas públicas recibieron igualmente una fuerte inyección de recursos producto del incremento en el precio del níquel que reportó ingresos al gobierno de 11 879.4 millones de pesos dominicanos (DOP), un crecimiento de más de 200% respecto al año anterior.

Si bien diversos choques externos han fragilizado la capacidad de respuesta fiscal, la política económica ha mantenido la estabilidad macroeconómica. El alza sostenida de los principales *commodities* en los mercados internacionales ejerció fuertes presiones en las cuentas fiscales y externas del país.⁵ Por su parte, la crisis económica mundial desatada a finales del 2008 redujo la demanda externa de productos y servicios dominicanos, que se tradujo en una reducción de las exportaciones de 18.7% interanual en 2009, una caída en el flujo de remesas y

una desaceleración de la actividad turística. Un nuevo Acuerdo con el FMI, vigente desde finales de 2009 hasta el primer trimestre de 2012, tuvo por motivo asegurar el financiamiento para estimular la recuperación económica, dada las condiciones restrictivas de crédito. Este acuerdo proporcionó un financiamiento de alrededor de 1 700 millones de USD, que ha permitido perseguir los objetivos de gasto público. Con estas condiciones la economía ha logrado mantener cierta estabilidad macroeconómica, aunque este escenario está condicionado por la situación económica mundial.

El impacto de la crisis de 2003-04 sobre la conducción de la política monetaria y financiera

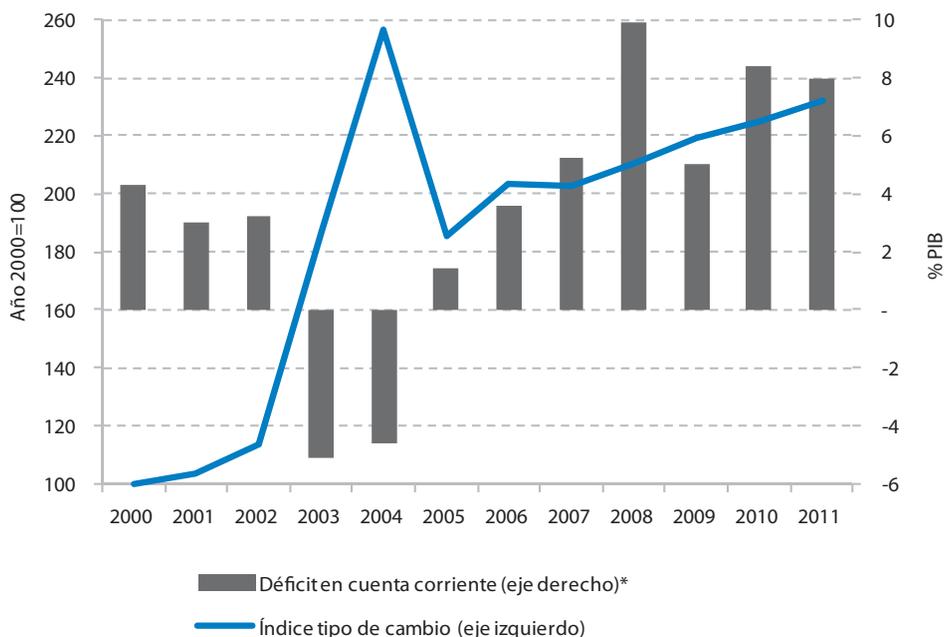
El Banco Central tuvo un papel principal en el rescate financiero. Durante la crisis financiera del 2003-04, el Banco Central jugó un papel esencial, realizando un rescate bancario respaldando los depositantes, con el objetivo de reducir el riesgo de una crisis sistémica. Al mismo tiempo el Banco Central realizó colocaciones de títulos como principal instrumento para reducir la liquidez generada por el rescate. Estas acciones resultaron en un deterioro de su balance general, desembocando en un déficit cuasi-fiscal que ha causado presiones tanto en el manejo de la política monetaria como fiscal.

La emisión de títulos del Banco Central permitió una salida expedita de la crisis pero generó una situación de desequilibrio de los agregados monetarios y fiscales que condiciona una conducción efectiva de la política monetaria. La emisión de certificados de participación a altas tasas de interés permitió controlar el exceso de liquidez provocado por el rescate bancario. Así, los valores en circulación del Banco Central se multiplicaron por un factor de más de ocho en un periodo de doce meses, pasando de 6 905 millones de DOP en diciembre 2002, a 60 008 millones de DOP en diciembre 2003 (BCRD, 2004). Sin embargo, esta política agresiva, entendida como necesaria para mantener la estabilidad macroeconómica, significó una erosión de la posición general del Banco Central, afectando al mismo tiempo las cuentas fiscales del gobierno central.

El balance estructural de las cuentas externas genera gran presión sobre el tipo de cambio y condiciona la conducción de la política monetaria. Regularmente deficitario, a partir del 2007 el balance de la cuenta corriente ha mostrado unos altos y persistentes niveles de déficit, con un nivel estimado de casi 8% en 2011 (BCRD, 2012) que generan presiones sobre el tipo de cambio y amenazan la estabilidad de las cuentas externas (ver Gráfico 2.2). Gran parte de este déficit se explica por los fuertes choques en los precios de los principales rubros de

importación, entre los que se destaca el petróleo. República Dominicana, como importador neto de *commodities*, tiene pocos mecanismos para contrarrestar estos choques. La inversión extranjera directa únicamente representó 36.7% del déficit en cuenta corriente en 2010. Con una balanza comercial altamente deficitaria, el equilibrio de la balanza de pagos se mantiene gracias al flujo de capitales. Esta incertidumbre crea presiones sobre el tipo de cambio, otorgándole un rol central en los objetivos de la política monetaria.

Gráfico 2.2. Déficit en cuenta corriente y tipo de cambio (2000-11)



Nota: * Valor negativo representa un superávit de la cuenta corriente (% del PIB).

Fuente: Centro de Desarrollo de la OCDE con base en cifras del *World Development Indicators* del Banco Mundial y Banco Central de República Dominicana.

StatLink <http://dx.doi.org/10.1787/888932607556>

Recomendaciones y perspectiva

Una adecuada gestión de los factores que afectan la debilidad de la balanza de pagos mejora la percepción de los inversionistas en los mercados de capitales.

A pesar de la dificultad que representa ser un importador neto de *commodities*, desarrollar un mecanismo que ahorre ante una caída (alza) inesperada de precios de las principales materias primas importadas (exportadas) generaría un componente contra-cíclico que puede ayudar a mitigar los choques sobre las cuentas externas.⁶ Es necesario, por lo tanto, una modificación de la estructura fiscal del Estado, que permita asegurar un nivel adecuado de financiación de las políticas públicas y mantener un apropiado equilibrio macroeconómico. La presión tributaria en República Dominicana es reducida inclusive con respecto a otros países de la región (alrededor de 13% del PIB vs. alrededor de 20% del PIB en América Latina y más de 30% del PIB en la OCDE). Sobre las exportaciones, una mayor promoción de *clusters* y fondos de innovación así como de sectores altamente productivos podrían acompañar las exportaciones derivadas de las zonas francas, las cuales representan alrededor de tres cuartos del total de las exportaciones, de acuerdo a cifras oficiales (ver Comisión Attali, 2010 para un análisis detallado sobre las recomendaciones de política industrial y de servicios para una economía más competitiva). Adicionalmente, estas políticas tendrían externalidades positivas sobre la inversión extranjera directa que podría financiar el déficit comercial. Los efectos serían inmediatos sobre el desarrollo del mercado de capitales debido a una mejor percepción de los inversionistas nacionales e internacionales susceptibles de invertir en los mercados de capitales.

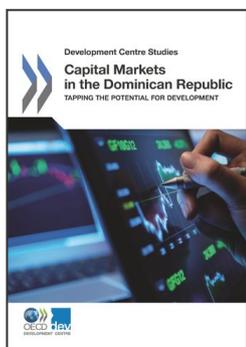
El establecimiento de un objetivo de metas de inflación imprime mayor transparencia al manejo de la política monetaria y permitiría eliminar la competencia directa entre actores públicos en el mercado de títulos. En su programa monetario para el 2012, las autoridades tienen previsto la implementación de una política monetaria basada en objetivos de metas de inflación, a implementarse a partir del 2012 (BCRD, 2010). Debido a una creciente inestabilidad de la demanda de dinero, el manejo de la política monetaria a partir de agregados monetarios es poco efectivo. La implementación de una política de inflación objetivo supone una independencia del Banco Central, una única variable objetivo (la tasa de inflación), un principal instrumento de intervención (la tasa de interés) y una tasa de cambio flexible. El plan actual de eliminación del déficit cuasi-fiscal y recapitalización del Banco Central recae en una operación con títulos de deuda del gobierno que requiere una muy estrecha coordinación entre las autoridades fiscales y monetarias. La participación activa del Banco Central en el mercado de deuda pública con un objetivo de política monetaria genera distorsiones y competencia con el Ministerio de Hacienda, quien a su vez participa en el mercado con objetivos de financiamiento.

Notas

1. De acuerdo a Pozo *et al.* (2010) el esquema de zonas francas se desarrolló como un paso para proteger un segmento de la economía local de la “infraestructura legal, política y económica”. Bajo este esquema se incrementó la inversión de capital y las zonas francas se convirtieron en uno de los principales sectores generadores de divisas. Las exportaciones de zonas francas ascendieron a 4 884.4 millones de dólares estadounidenses (USD) en 2011, alrededor de un 8.6% del PIB.
2. El tipo de cambio, en promedio mensual, pasó de 17.8 DOP/USD en diciembre de 2002 a 37.8 DOP/USD en diciembre de 2003. Adicionalmente, alcanzó (en promedio mensual) un máximo de 50.4 DOP/USD en febrero de 2004, a partir del cual se comenzó a sentir el efecto de las medidas restrictivas puestas en marcha por las autoridades. Esto provocó que esta tasa finalizara el 2004 en 29.3 DOP/USD.
3. El gobierno había suscrito en 2003 y 2004 otros Acuerdos *Stand-By* con el organismo que fueron suspendidos debido a desviaciones originales en las metas acordadas. Entre estos acuerdos el programa abarcó el periodo 2004-07.
4. Durante este periodo también se introdujeron reformas importantes al sistema de planificación y administración financiera del Estado.
5. En julio de 2008, los precios del trigo, soya y maíz se habían incrementado en 38.3%, 90.6% y 99.7% respecto al año anterior, respectivamente. En respuesta, el gobierno utilizó amplios subsidios para mitigar el alza en los precios de los productos básicos.
6. Los ingresos por la explotación de minas de ferróníquel y oro pueden alimentar un fondo de este tipo. A pesar de ser recursos relativamente limitados, consagrarlos en un fondo contra-cíclico eliminaría la discrecionalidad en su uso e imprimiría fiabilidad a la política fiscal. Por ejemplo, durante 2007 los ingresos por la explotación de las minas de ferróníquel se triplicaron respecto al año anterior, con la ganancia inesperada siendo utilizada para amortiguar parcialmente el incremento en los precios del petróleo.

Referencias

- COMISIÓN ATTALI (2010), *Informe de la Comisión Internacional para el Desarrollo Estratégico de la República Dominicana*, Attali & Associés. Disponible en : <http://www.economia.gov.do/eweb/>
- BCRD (BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA DOMINICANA) (2004), *Informe de la Economía Dominicana, Enero – Diciembre 2003*, Banco Central de la República Dominicana, Santo Domingo, República Dominicana.
- BCRD (2010), *Estrategia para la implementación de un esquema de metas de inflación en la República Dominicana*, Banco Central de la República Dominicana, Santo Domingo, República Dominicana.
- BCRD (2012), *Resultados preliminares de la economía dominicana enero-diciembre 2011*, Banco Central de la República Dominicana, Santo Domingo, República Dominicana.
- BID (BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO) (2010), *La ruta hacia el crecimiento sostenible en República Dominicana: Fiscalidad, competitividad, institucionalidad y electricidad*, BID, Washington, DC.
- Pozo, S., J. SÁNCHEZ-FUNG y A. SANTOS-PAULINO (2010), “Economic development strategies in the Dominican Republic”, *Wider Working Paper 115*, UN University/World Institute for Development Economics Research, Helsinki.



From:
Capital Markets in the Dominican Republic
Tapping the Potential for Development

Access the complete publication at:
<https://doi.org/10.1787/9789264177628-en>

Please cite this chapter as:

OECD (2012), "Contexto macroeconómico", in *Capital Markets in the Dominican Republic: Tapping the Potential for Development*, OECD Publishing, Paris.

DOI: <https://doi.org/10.1787/9789264177680-5-es>

This document, as well as any data and map included herein, are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area. Extracts from publications may be subject to additional disclaimers, which are set out in the complete version of the publication, available at the link provided.

The use of this work, whether digital or print, is governed by the Terms and Conditions to be found at <http://www.oecd.org/termsandconditions>.