

Política Macroeconómica Durante la Pandemia: perspectiva desde el sector externo

Por Harold Vásquez, Ph.D.

Consultor Económico, Departamento Internacional

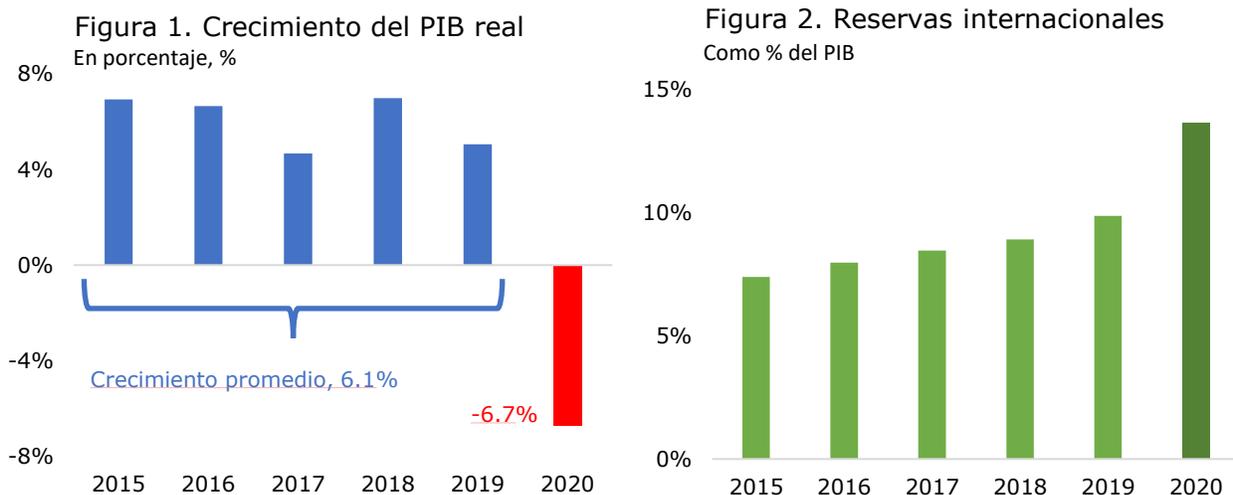
Banco Central de la República Dominicana

La crisis pandémica del COVID-19 golpeó de forma contundente la economía mundial. Las medidas de contención causaron una disrupción tanto en el comercio de bienes y servicios como en el flujo de pasajeros, creando una situación de virtual autarquía en las economías del mundo. En el caso de la República Dominicana, este evento afectó de forma importante el sector externo debido a la incidencia que tienen actividades como el turismo y las zonas francas dentro de la economía nacional. Afortunadamente, como manifestó el personal del Fondo Monetario Internacional (FMI) que completó la misión del Artículo IV, el pasado 6 de mayo, “la República Dominicana ha sido una de las economías más dinámicas de la región en la última década”, lo cual nos permitió construir la base económica necesaria para dar “una respuesta decisiva de política económica frente a la pandemia”.

En los últimos meses, una cantidad de documentos han sido publicados sobre las medidas tomadas desde el Gobierno y el Banco Central (BCRD) para apalejar de forma efectiva el impacto de la pandemia. En esa dirección, este análisis tiene el objetivo de contribuir al debate mostrando los efectos de la crisis y la reacción de las autoridades monetarias y fiscales desde el punto de vista de las cuentas del sector externo, o Balanza de Pagos. En esencia, mostramos cómo al implementar medidas orientadas a la estabilidad macroeconómica, que han resultado en un crecimiento robusto, fueron creadas las condiciones para una sólida posición externa que permitiera contar con los recursos y acceder a los mercados de capitales para enfrentar la crisis económica y sanitaria. También, se culmina este análisis ofreciendo algunas perspectivas sobre el desempeño de la economía dominicana para 2021, desde el ámbito del sector externo.

En los años previos a la pandemia del COVID-19, la economía dominicana mantuvo un ininterrumpido crecimiento económico con estabilidad de precios y cambiaria. Específicamente, durante el quinquenio 2015-2019, el Producto Interno Bruto (PIB) real creció a un promedio anual de 6.1% (figura 1), ritmo por encima del crecimiento potencial de la economía. También, la tasa promedio de inflación fue apenas de 2.6%, por debajo del límite inferior del rango meta de 4%

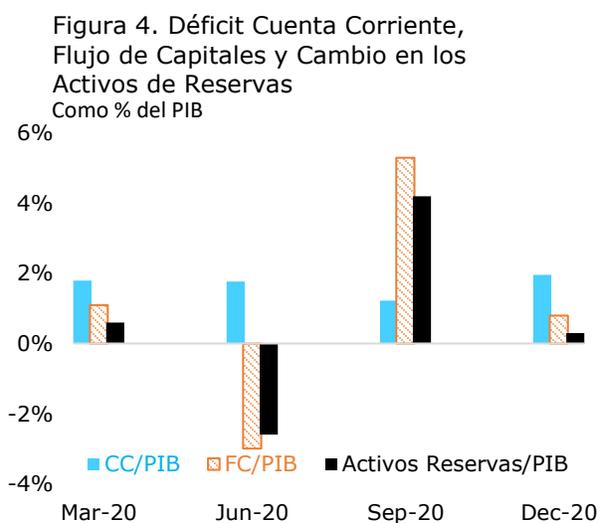
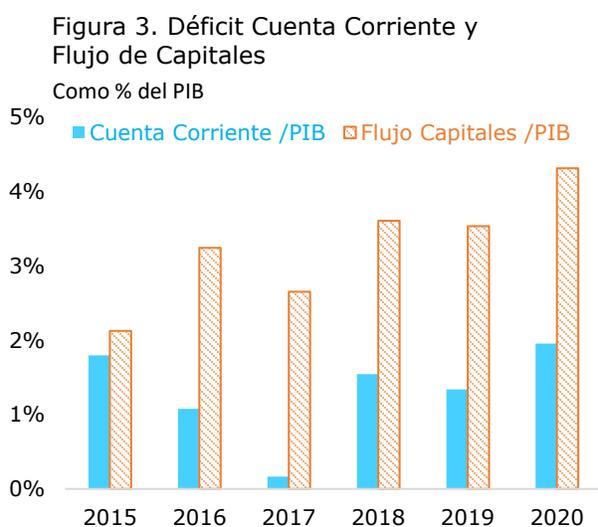
+/- 1%, y el nivel de depreciación cambiaria promedió 3.4%, durante esos cinco años. Las autoridades monetarias combinaron este dinamismo económico con una política de fortalecimiento constante de las Reservas Internacionales del BCRD que, al cierre de 2019, alcanzaron 9.9% del PIB y cumplieron con casi todas las métricas de adecuación que sugieren los organismos financieros internacionales y las agencias calificadoras de riesgo (figura 2).



En cuanto al ambiente externo, en el periodo 2015-2019, los términos de intercambio fueron favorables y la estabilidad macroeconómica contribuyó a mantener un importante flujo de capitales hacia la economía dominicana. El barril de petróleo de referencia WTI y el oro, ambos bienes importantes para determinar el resultado de la balanza comercial, promediaron USD 52.99 por barril y USD 1,265 la onza troy, respectivamente. Igualmente, los ingresos por transferencias de remesas y exportaciones de turismo mantuvieron un ritmo de crecimiento saludable, con tasas anuales de 9.2% y 5.1%, respectivamente, en correspondencia con la expansión económica de los Estados Unidos de América. La figura 3, más abajo, muestra cómo estos factores contribuyeron a que el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos dominicana se mantuviese alrededor de 1.2% del PIB y los flujos netos de capitales de la Cuenta Financiera en torno a 3.0% del PIB anualmente, durante el referido periodo.

En contraste, para el año 2020 la economía dominicana registró una caída del PIB real de 6.7% como consecuencia de la pandemia. El impacto en las cuentas externas se reflejó en el segundo trimestre del año, cuando las exportaciones totales cayeron 27.0%, en términos interanuales, y los flujos netos de capitales pasaron de un ingreso de USD 977 millones (aproximadamente 1.1% del PIB), en el primer trimestre, a una salida de USD 2,490 millones (-3.0% del PIB), en el segundo trimestre de 2020 (ver figura 4). Esta reversión se debió, principalmente, a que los agentes privados residentes redujeron de forma

importante sus compromisos con el exterior (reducción de pasivos), a la vez que incrementaron sus tenencias en moneda extranjera (aumento de activos), posiblemente previendo una eventual devaluación cambiaria. Por ejemplo, las tenencias de Moneda y Depósitos en moneda extranjera de los agentes privados alcanzó USD 3,142 millones en el primer semestre de 2020, marcando un aumento de 172% con respecto a los montos acumulados durante el mismo periodo de 2019. Ante este evento, las autoridades monetarias compensaron parte de la demanda de divisas utilizando los activos de reservas, los cuales registraron una variación equivalente a 2.6% del PIB (unos USD 2,155 millones) en el segundo trimestre del año. Esta decisión calmó inmediatamente el mercado de divisas y mantuvo estable la demanda de moneda y depósitos en divisas, la cual apenas alcanzó USD 69 millones en el tercer trimestre de 2020.



A partir de la segunda mitad de 2020, tanto los flujos de la cuenta financiera como los activos de reservas recuperaron su nivel, incrementando en 5.3% y 4.2% del PIB, respectivamente, como resultado de importantes decisiones de política monetaria y fiscal, así como otros eventos que favorecieron las cuentas externas. En primer lugar, la decisión de flexibilizar horarios en el mes de junio facilitó el reinicio de las operaciones de más de 500 empresas de Zonas Francas—alrededor de 80% del total, las cuales comenzaron a mostrar crecimiento en sus exportaciones al mes siguiente. Asimismo, la reapertura de hoteles y aeropuertos, a inicios de julio, mejoraron relativamente la situación del sector turístico nacional que, de exportar unos USD 30.6 millones en el segundo trimestre, exportó USD 358 millones y USD 662 millones en el tercer y cuarto trimestre del año, respectivamente. Luego, en septiembre de 2020, la colocación de bonos gubernamentales, por un monto de USD 3,800 millones, con el objetivo de extender programas sociales y aminorar el impacto de la crisis, favoreció la entrada de flujos de capitales requeridos por la economía. Finalmente, y no menos importante, los recursos provenientes de las remesas

mostraron un desempeño extraordinario, debido a la rápida recuperación del empleo y los programas de ayuda en la economía estadounidense, marcando una cifra récord de USD 8,219 millones al cerrar 2020, un crecimiento de 16% cuando se compara con su nivel en el 2019.

Esta situación fue aprovechada por las autoridades monetarias que, además de proveer la liquidez necesaria en apoyo de hogares y empresas, continuaron fortaleciendo las reservas internacionales y en el año 2020 acumularon la cifra histórica al cierre de un año de USD 10,752 millones, equivalente a 13.6% del PIB. La tabla 1 resume algunas de las principales medidas de política monetaria tomadas por el BCRD para enfrentar la crisis. Como muestra la tabla, el monto total de las medidas de política monetaria para enfrentar la crisis totalizaron USD 4,412 millones, aproximadamente 5.6% del PIB, al cierre de 2020. Sin dudas, a pesar de la incertidumbre mundial, estas decisiones colocaron a la República Dominicana en posición de recuperación económica de entrada al 2021.

Tabla 1.

Medidas de política monetaria y cambiaria durante la pandemia del COVID-19.

Cifras en millones de dólares (USD) y como % del PIB. Al año 2020.

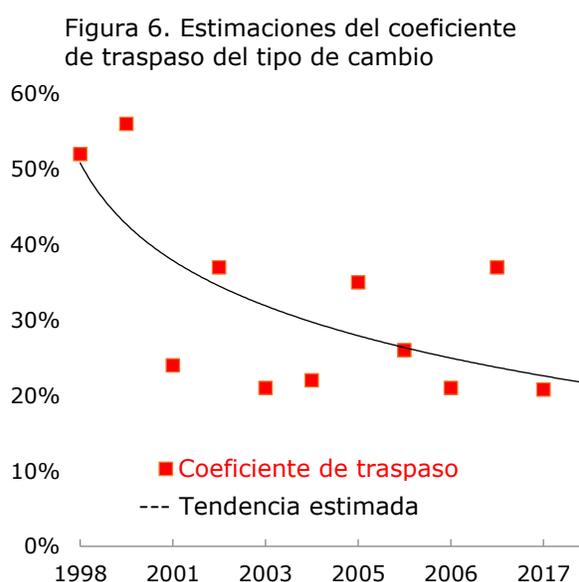
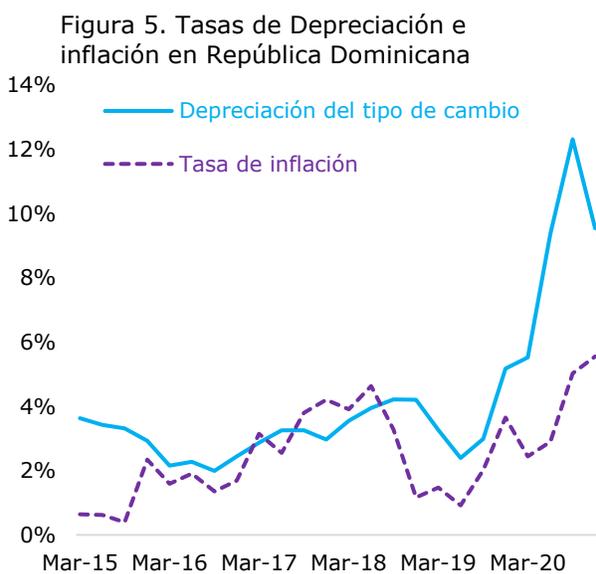
Medidas	Liquidez	% PIB
Liberalización depósitos de encaje	USD 620 mm	0.8%
Repos respaldados con certificados BCRD & MH	USD 620 mm	0.8%
Ventanilla rápida de liquidez, hasta 3 años	USD 2,200 mm	2.8%
Repos para instituciones financieras, hasta 1 año	USD 350 mm	0.4%
Repos en moneda extranjera y liberalización de encaje legal en dólares	USD 622 mm	0.8%
Total de medidas de política monetaria y cambiaria	USD 4412 mm	5.6%

Notas. Con excepción de los repos en moneda extranjera y el encaje en dólares, las medidas de política monetaria fueron realizadas en pesos dominicanos (DOP). Las cifras han sido aproximadas en dólares estadounidense utilizando una tasa de cambio promedio para todo el año a los fines de guardar consistencia con el resto de datos presentados en el documento.

Finalmente, la crisis del Covid-19 no dejó de tener efectos adversos en el mercado cambiario, al menos durante la primera mitad de 2020. Sin embargo, a pesar de que el tipo de cambio alcanzó una depreciación anualizada de 9.2% en 2020 como resultado del impacto en el sector externo, la fluctuación en la moneda no se reflejó en igual magnitud en el nivel de inflación, la cual cerró el año en 5.5%. Esto se explica porque, a partir de la adopción del esquema de Metas de Inflación en el año 2012, las autoridades monetarias han realizado un esfuerzo en anclar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos al objetivo de estabilidad de precios trazado en la política monetaria. Esto ha

contribuido a reducir el efecto de traspaso, o incidencia, que tienen las fluctuaciones cambiarias sobre los precios.

Por ejemplo, la figura 5 muestra como la tasa promedio anual de depreciación cambiaria fue aproximadamente 3.2%, mientras la tasa de inflación anual fue de apenas 2.3%, durante el periodo 2015-2019. La figura 6 muestra la evolución de las estimaciones del coeficiente de traspaso del tipo de cambio a los precios (conocido en la literatura económica como coeficiente *passthrough*), recogidas en una docena de trabajos de investigadores nacionales publicados durante las últimas dos décadas. La figura 6 muestra que las estimaciones iniciales colocaban el coeficiente de traspaso en 52% para 1998. Sin embargo, los estudios más recientes, al año 2019, indican que el coeficiente de traspaso del tipo de cambio a los precios se ha reducido hasta 23%, en un horizonte de corto y mediano plazo.



Notas. Datos de inflación y depreciación cambiaria son trimestrales e indican variación con respecto a mismo periodo del año anterior. *Fuente.* Las estimaciones del coeficiente de traspaso provienen de 12 estudios de distintos autores con diferentes metodologías para estimación de coeficiente de traspaso en el corto y mediano plazo. Los coeficientes estimados aparecen en porcentaje, ordenados por año donde finaliza la muestra de la estimación.

¿Qué esperamos para el sector externo de la economía dominicana en 2021?

La economía estadounidense presenta una tendencia hacia la recuperación. En el primer trimestre de 2021, el PIB real norteamericano creció 6.4%, en términos inter-trimestrales anualizado, y tanto el Fondo Monetario Internacional como el Banco de la Reserva Federal prevén que este ritmo de crecimiento continuará el resto del año. Estos pronósticos tienen implicaciones muy favorables para nuestro sector externo. Por ejemplo, al mes de abril de 2021, las remesas familiares acumularon USD 3,459 millones, cifra superior en USD 1,361 millones

(o 64.9%), a las remesas percibidas en el mismo periodo de 2020—cabe destacar que desde EE.UU. provino el 86.6% del total de remesas. Al mismo tiempo, el acelerado programa de vacunación que se realiza tanto en la economía estadounidense como en la dominicana, de las cuales el prestigioso periódico *The New York Times* indicó estarían entre las cuatro economías de América que lograrían vacunar toda su población este año, augura una importante recuperación del sector turístico. Para citar un dato, la llegada de turistas no residentes desde EE.UU. aumentó 76.7% en el mes de marzo, con respecto a su nivel del año pasado, marcando la primera variación positiva en esta estadística desde mediados de 2019., Con respecto a la balanza comercial, las proyecciones de los analistas de Bloomberg colocan el precio promedio del oro en USD 1,786 por onza troy para el resto de 2021. Más aún, las posiciones de inversión del mercado de corto plazo revelan que el 87% de los inversionistas consideran que el precio del oro subirá sobre el nivel actual, lo que indica que el valor de las exportaciones dominicanas de oro podría ubicarse entre USD 1,575 millones y USD 1,852 millones este año, acorde a estimaciones del Departamento Internacional del BCRD. A su vez, el Informe de Perspectivas del Departamento de Información Energética de los Estados Unidos proyecta, al mes de mayo, el precio del petróleo WTI en USD 58.9 por barril para 2021. Todo lo anterior sugiere que, a pesar de la incertidumbre que aún deriva de la crisis pandémica mundial, el sector externo dominicano está en una posición robusta y el déficit de cuenta corriente podría situarse alrededor de 1.4% del PIB en el año 2021.

En general, las condiciones del sector externo dominicano continuarán siendo favorables. Las expectativas de crecimiento de la economía norteamericana auguran una rápida recuperación del empleo, especialmente en el segmento de los trabajadores latinoamericanos. Esto contribuirá a que las remesas mantengan un crecimiento saludable durante el año y podría reactivar de forma importante los viajes, impactando la recuperación del sector turístico. Al mes de abril de 2021, la economía dominicana registró una expansión económica de 11.5% y las reservas internacionales acumularon USD 12,246 millones, lo que permite cubrir hasta 7.4 meses de importación y cumplir en un 102% con la métrica de reservas óptimas del FMI. Sin dudas, estos indicadores reflejan la resiliencia de la economía dominicana y, a su vez, que cuenta con los fundamentos necesarios para sortear posibles contingencias, nacionales e internacionales, brindando las condiciones para que inversionistas continúen apostando en favor del desarrollo de la República Dominicana.