

Página Abierta

Foro de artículos de opinión de los técnicos del Banco Central de la República Dominicana

Precisiones sobre el rendimiento de los títulos del Banco Central, carga financiera para el Estado y otros temas asociados (Primera Parte)

Por la Unidad Ejecutora para la Recapitalización del Banco Central

Aunque habíamos decidido no referirnos públicamente a los temas asociados al rendimiento de los títulos del Banco Central (BC), y a la carga financiera del Estado, por entender que los mismos habían sido lo suficientemente debatidos, ante el reciente resurgimiento en la prensa de algunos planteamientos y propuestas formuladas sobre el particular con cierta insistencia e imprecisiones, hemos considerado necesario utilizar esta vía institucional de nuestra Página Abierta, para esclarecer determinados aspectos y presentar nuestros puntos de vista, con la objetividad que proporciona la base estadística y documental que disponemos.

Como parte de los primeros planteamientos se cuestionaba, el diferencial de tasas de interés existente entre los títulos que emiten el Banco Central (BC) y el Ministerio de Hacienda (MH), sobre el argumento de asegurar que ambos tienen el mismo tratamiento impositivo, lo que aunado a la crítica que hace el articulista sobre el alto nivel que a su juicio muestran ambas tasas en términos reales, y el peso que esto significa para el Gobierno desde su punto de vista, le conducen a arribar a la formulación de una serie de recomendaciones, las cuales consideramos no podemos pasar por alto, por el impacto negativo que, a nuestro entender, pudiera acarrear la aplicación de las mismas en la economía dominicana y en la institucionalidad del BC.. (*El Caribe*, 6-5-2014, Dr. Andrés Dauhajre, hijo)

En otra publicación posterior, aunque el citado articulista ya reconoce que ciertamente los títulos del MH no tienen el mismo tratamiento impositivo de los del BC, analiza la carga financiera de la deuda pública imputando al referido diferencial de tasas un gran peso de su supuesto incremento reciente y esperado; y amplía sus recomendaciones con la finalidad de que sean tomadas en consideración, en el marco de la discusión del Pacto Fiscal (*El Caribe*, 12-5-2014), obviando deliberadamente, el rol constitucional conferido a la Junta Monetaria y al Banco Central en el Artículo 223 de la carta magna, así como en los Artículos 9, literal a) y 26 literal a) de la Ley Monetaria y Financiera, que consignan a la Junta Monetaria como la instancia designada para determinar la política monetaria, así como el manejo de las operaciones de mercado abierto del BC, y por ende de los lineamientos para la determinación de las tasas de interés de los títulos que emite, en aras de lograr su objetivo primigenio de estabilidad de precios.

Ante tales planteamientos, procederemos en primer lugar a analizar los argumentos que conducen al articulista a formular una serie de medidas de espaldas a las Reglas de Mercado, sobre la base de hacer **comparaciones inadecuadas de emisiones de los títulos del BC y el MH**, y en segundo lugar abordaremos, la forma en que el articulista realiza el **cálculo para cuantificar la carga financiera** que representan los intereses de la deuda pública.

Comparación de emisiones de títulos públicos y sus rendimientos

A partir de los escritos citados, el tema del diferencial es enfocado sin tomar en cuenta que en materia de mercado de deuda, al momento de comparar emisiones de títulos, existen 3 aspectos básicos a ponderar: **el objeto** para el cual se colocan los mismos, **las características** que los harán ser más o menos atractivos y determinarán finalmente su precio, así como **el contexto** económico en que sean emitidos. Causa extrañeza que un economista tan experimentado, que ha asesorado al gobierno dominicano en distintos períodos gubernamentales, en la colocación de bonos soberanos y en el

diseño de emisiones de deuda pública, no se haya percatado de aspectos tan elementales como éstos.

En República Dominicana, al igual que sucede en la mayoría de los países del mundo, al momento de colocar títulos de deuda pública, **los objetivos** del MH y del BC, son totalmente diferentes. En el caso del MH, las colocaciones se realizan para completar el financiamiento de su presupuesto y hacer más eficiente el manejo de su deuda **al menor costo posible, pero** tratando de hacerlas lo más atractivas posible; mientras que el objetivo de los bancos centrales es manejar adecuadamente la liquidez de la economía con fines de controlar la inflación y mantener la estabilidad relativa del tipo de cambio, **al costo resultante**, el cual si bien preferiblemente sería el más bajo posible, finalmente será el que permita lograr la desmonetización necesaria para alcanzar el objetivo citado, *en condiciones de mercado*.

Es lamentable que en el primer escrito, el articulista no se haya percatado de que también las **características** de los títulos que estaba comparando, eran sustancialmente diferentes, **aspecto que reconoció en su segundo escrito al admitir que “algunos” títulos de Hacienda están exentos del impuesto del 10% y otros no**, indicando sin embargo de manera errónea, que “después de la reforma fiscal del 2012 todos los títulos del BC están sujetos a la retención”. Al respecto cabe aclarar que siempre, desde antes de la citada reforma y después de la misma, los títulos del BC correspondientes a personas jurídicas han estado gravados, primero con el ISR por la ganancia de capital, excluyendo sólo a las personas físicas, y ahora todos, con el 10% sobre los intereses de sus títulos, mientras que la mayoría de los bonos del MH han disfrutado en todo momento de exenciones impositivas, que obviamente hacen que su rendimiento sea menor con relación a los demás instrumentos.

En otras palabras, los títulos del MH siempre han tenido una ventaja impositiva frente a los del BC, lo cual fue también explicado por el economista José Manuel Luna Valiente, en un interesante artículo publicado recientemente en la prensa (*Listín Diario, 13-5-2014*).

Otro aspecto que el Dr. Dauhajre no tomó en consideración en este análisis, es **el efecto real que tiene sobre cualquier título, el hecho de que su rendimiento este gravado o no**. Por ejemplo, sobre la base de un trato impositivo diferenciado como el existente en la práctica, un título de igual denominación y vencimiento del MH que pagase 10%, debería en el caso del BC pagar alrededor de 13.33%, sólo por compensar el referido efecto por ese concepto. Si se calcula de manera puntual y comprensiva el efecto que sobre los títulos del MH tendrían las exenciones impositivas por concepto de ISR, de ganancia de capital, otros impuestos, derechos, tasas, recargos y arbitrios, y el hecho de que pueden ser utilizados para el pago de impuestos a su vencimiento, todo ello arrojaría un rendimiento efectivo para dichos títulos mucho menor del que reflejan en la actualidad, en sus distintos plazos. Y esa precisamente es la ventaja competitiva que tienen los títulos del MH y que, evidentemente, no disfrutaban los del BC.

Precisamos todos estos detalles, con la finalidad de contribuir al esclarecimiento del impacto que realmente tiene el tratamiento impositivo diferenciado, en los títulos-valores del mercado, no sólo en el precio final del instrumento, sino también en el “bolsillo” de la gente al recibir el rendimiento efectivo de su inversión, lo cual condiciona las decisiones de los inversionistas que perciben estas señales y realidades, y por tanto **demandan un mayor rendimiento en las subastas que realiza el BC, para cubrir el costo impositivo inherente a esos títulos**.

Al parecer esto fue entendido por el Dr. Dauhajre, quien ahora **aboga para que ambos tipos de instrumentos reciban el mismo trato impositivo, planteamiento que “justifica” entonces la**

existencia del diferencial de tasas que el mismo cuestionó inicialmente, pero que vuelve a distorsionar, al formular medidas de corte arbitrario que anularían las reglas básicas de mercado que él mismo ha promovido durante años.

De ahí que, sobre la base de un trato impositivo diferenciado como el existente en la práctica, un título de igual denominación y vencimiento que los del MH, sea emitido por el BC o por un emisor privado sujeto a impuestos, tendría que necesariamente pagar un rendimiento mayor que los del MH que están exentos.

En lo que concierne al tercer elemento que se amerita observar al hacer comparaciones de precios de títulos, relativo al **contexto económico** en que se realicen las colocaciones, resulta extraño que el articulista haya olvidado nueva vez, el manejo y consecuencias de los salvamentos bancarios del año 2003. Todos debiéramos recordar que ese fardo que condicionó la política monetaria del BC de dos o tres generaciones posteriores, nos guste o no, es el factor de mayor peso que arrastramos, y nos conmina a coexistir con un stock de certificados heredado, a niveles y costos que tal vez no quisiéramos, pero es son los que nos han permitido rescatar y preservar la estabilidad macroeconómica, a los fines de coadyuvar a un crecimiento económico sostenido, a pesar de los recientes choques externos, y de la crisis global.

Si bien es cierto que existe una tendencia generalizada a nivel internacional, a que los títulos del gobierno y de los BCs de igual plazo, tengan precios similares, o que por un asunto de riesgo, los títulos del gobierno en su curva de rendimiento suelen reflejar un nivel superior al de la curva del BC, debemos recordar que en nuestro país todavía persisten razones como las expuestas anteriormente, que limitan en cierto modo el quehacer de una política monetaria más holgada. Entendemos que el “casarnos” exclusivamente con evidencias coyunturales de otros países, resta objetividad a cualquier análisis serio. En EUA, por ejemplo, los bonos estatales y municipales no tienen necesariamente el mismo precio de los que ofrece el Tesoro, precisamente debido a razones coyunturales y particulares de la política para la cual es concebido cada instrumento.

En aras de ser más justos y sensatos habría, necesariamente, que sopesar las realidades de cada país, y el contexto que predomina en cada caso, en lugar de estar haciendo análisis con comparaciones inadecuadas, como las que recientemente incluyó el articulista en su tercera entrega (*El Caribe, 19-5-2014*) al comparar la tasa activa *preferencial en torno a un año* de la banca con la tasa de títulos a **5 años**, a sabiendas de que compara transacciones activas y pasivas a **diferentes plazos**, y de que los préstamos tomados a tasas preferenciales apenas representan un **25%** de la cartera total, aspectos básicos que distorsionan este tipo de análisis. En este caso, la comparación tendría que efectuarse con **la tasa activa promedio ponderado que es más representativa del grueso de la cartera de préstamos (75% restante) y con plazos iguales**, es decir comparables entre sí, para que metodológicamente tenga más sentido el análisis y sus conclusiones.

De hacerlo así, los resultados que arrojaría el nuevo ejercicio **serían diametralmente opuestos**, y se verificaría pues, que el nivel de esas tasas activas de préstamos a 5 años en los distintos países presentados sería superior en todos los casos, al nivel de las tasas de los bonos a igual plazo, resultado que ya no sería “vergonzoso” para el caso de República Dominicana, como lo calificó el articulista, e indicaría con ello que no necesariamente la estructura de tasas del mercado local está induciendo al desplazamiento o preferencia del sector privado por compra de títulos, en lugar de conceder o concertar préstamos, según refiere el último de sus artículos. (*19-5-2014*)

Sintetizando lo anterior desde 3 puntos de vistas, se evidencia que al comparar los títulos del MH con los del BC, no estamos hablando de títulos similares, por el contrario, son instrumentos diferenciados, principalmente por las exenciones de impuestos que benefician a los instrumentos del MH, en

detrimento de los del BC, en adición a que también se suman otras razones expuestas, tampoco observadas por el articulista en ninguno de sus escritos.

Cálculo y apreciaciones de la carga financiera del gobierno sobre su deuda pública.

Como una manera de justificar a su juicio que “la carga de los intereses sobre la deuda se está haciendo cada vez más pesada”, en el segundo escrito el articulista afirma que en ese cálculo debería incluirse “el monto de los intereses pagados por el BC sobre su deuda doméstica que no es cubierto por el gobierno con la recapitalización del BC. Metodológicamente esto no es posible, pues se produciría una **duplicación innecesaria** que estaría sobredimensionando la cuantificación de la referida carga financiera. En otras palabras, **no es posible bajo ningún concepto metodológico a nivel local o internacional, incorporar “proporción” alguna de intereses que ya están considerados en su totalidad en un enfoque consolidado de la carga financiera total.**

Para edificación del articulista y los lectores recordemos que en esta misma tribuna, el Departamento Internacional del BC, tomando los datos oficiales que al respecto publica la Dirección General de Crédito Público, en base al Manual de Estadísticas de Finanzas Públicas 2001 del Fondo Monetario Internacional (FMI), ha explicado en detalles la concepción y estructura de la deuda pública, inclusive con el enfoque del término “deuda consolidada”, de lo cual se deriva **la composición del servicio de la deuda.** (Ver publicaciones de noviembre y diciembre 2013 “*Cuál es el verdadero nivel de deuda pública de la República Dominicana?*” y “*Paciencia Fiscal*”)

Recordamos además que, como parte de la “Deuda Interna” bajo el enfoque consolidado está incluido el stock de certificados que emite el BC, y del mismo modo, en el “servicio de la deuda pública” con esa misma visión consolidada, están incluidos el 100% de los intereses que BC paga sobre ese stock, **independientemente de que luego, en el marco de la recapitalización del BC el gobierno los cubra o no, vía las transferencias estipuladas por ley.**

Por consiguiente, **volver a incluir la “proporción no cubierta anualmente por el gobierno”** por este concepto sería, como indicamos, **una duplicación innecesaria y distorsionante de la realidad.** Además recordemos que esta Deuda Interna se presenta en términos “netos”, es decir deduciendo la deuda intragubernamental, que es la que existe entre instituciones del Estado, dentro de la cual se considera por tanto, los bonos de recapitalización del BCRD.

Nos da la impresión de que al hacer estas inferencias, el articulista está mezclando enfoques, metodologías y contextos distintos. Recordemos, que **en el contexto del Presupuesto Nacional**, en base a la Ley de Recapitalización el gobierno sólo consigna el pago de los intereses de los bonos de Recapitalización que va emitiendo gradualmente de acuerdo a la ley, y según la escala de transferencias como proporción del PIB, cuyo nivel más alto de un 1.4% del PIB está estipulado para las transferencias del año 2021. (Ver Ley No. 167-07 sobre Recapitalización del BC del 13 de julio del 2013 y su Reglamento de Aplicación No.749 del 21 de diciembre del 2007)

En adición recordemos en ese mismo contexto, que el gobierno nunca tendrá que incluir en su Presupuesto el pago del **capital** de los referidos bonos de recapitalización, en vista de que el programa prevé que la redención del mismo será cubierta con el superávit que genere el BC, una vez se haya eliminado el déficit cuasifiscal, para cuya cobertura se ha contemplado un plazo de alrededor de 33 años, similar al agotado por otros países de la región como Chile, México, España, Costa Rica, Bolivia, muchos de los cuales, aún están en proceso de reducción de sus déficits cuasifiscales, teniendo inclusive economías mucho más grandes y competitivas que la nuestra. **En síntesis, el capital de estos bonos nunca será una carga para el Gobierno, ni representará presiones adicionales para el mismo.**

Pero más aún, en vista de que con esas transferencias el gobierno sólo cubre una proporción de los gastos financieros que paga el BC sobre su stock de deuda, como bien lo indicara el articulista, el remanente no cubierto por el gobierno que como señalamos no puede volverse a considerar como parte de la carga financiera del Estado a nivel consolidado, luego de netearse con **los ingresos propios que genera el BC**, refleja el resultado que conocemos como déficit neto o cuasifiscal, que es la proporción que pasa a pérdidas acumuladas del BC o “cuentas a recibir del gobierno” para ser absorbida **gradualmente** cada año por el mismo, como parte de su deuda interna, mediante las emisiones parciales de los bonos de recapitalización, los cuales conforman entonces la deuda intragubernamental.

Como se aprecia pues, estamos frente a una lógica financiera que tiene una consistencia legal y metodológica a nivel tanto local como internacional, la cual no abraza subjetividades ni intereses particulares y que descarta a todas luces, **las conjeturas y planteamientos desdoblados que distorsionan y sobredimensionan las cifras actuales de la deuda pública dominicana y el servicio de la misma**, al imputar cargas adicionales que revelan desconocimiento u olvido involuntario si se quiere, del funcionamiento del proceso sistemático de esta dinámica interinstitucional, **la cual es auditada periódicamente por la Cámara de Cuentas, la Contraloría General de la República, la Contraloría del Banco Central y las firmas de auditores externos contratadas al amparo de las leyes vigentes.**

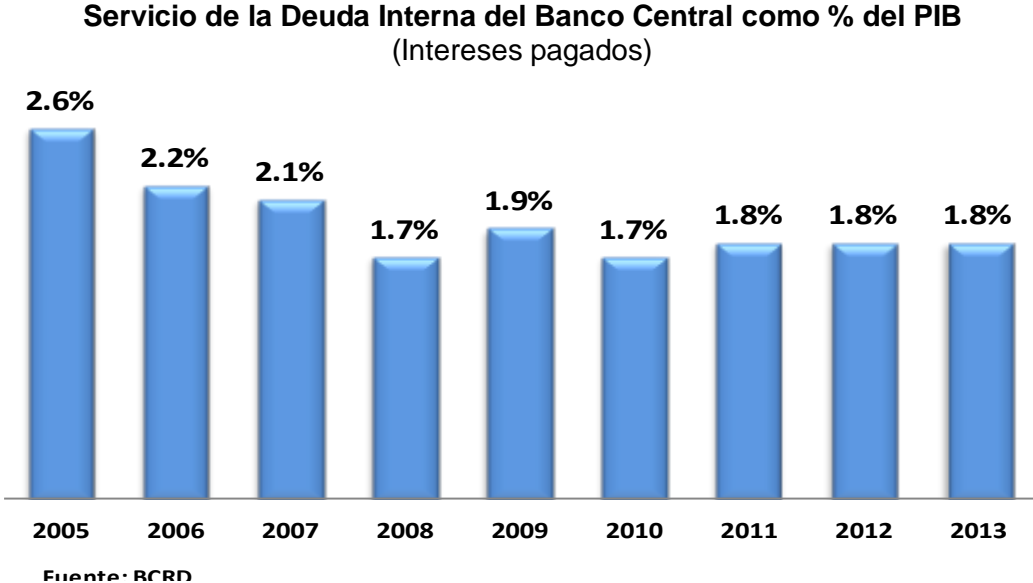
Pero más aún, si se depura la cuantificación efectuada por el articulista de la “proporción de intereses sobre la deuda en certificados del BC no cubierta por el Gobierno”, ascendente según sus cálculos a RD\$32,789 millones, un 2.6% del PIB, podremos apreciar que también en ese cálculo se incurre en omisiones, pues para esos fines no está considerando **todas** las partidas que deben ser incluidas, conforme al Manual de Cuentas del Banco Central y/o a la metodología internacional del FMI para la determinación de dicha proporción, que es en otras palabras, el déficit neto del BC o déficit cuasifiscal respectivamente.

En ese orden de ideas, se verifica que el articulista no tomó en cuenta **los ingresos corrientes del BC estimados para el 2014**, derivados básicamente del rendimiento de sus reservas internacionales (RIN) colocadas en el exterior y otras fuentes, ascendentes en una estimación conservadora a unos RD\$1,623 millones, los cuales junto a lo que el BC recibe del gobierno, constituyen las principales coberturas para absorber gran parte de los gastos financieros de dicha institución. De igual modo se obviaron en ese análisis **los gastos** administrativos, de acuñación monetaria y de provisiones, que son prácticamente cubiertos con los referidos ingresos corrientes, generando inclusive un resultado administrativo superavitario, antes de aplicarse los “gastos financieros” pagados sobre el stock de certificados del BC, que son los que producen, en términos netos, el registro deficitario no cubierto por el gobierno anualmente.

Tampoco consideró **la cuenta de revaluación de activos y pasivos en moneda extranjera**, que por lo general refleja montos positivos que tienden a reducir el déficit, en vista de que la tendencia en estos casos es que la revaluación permitida en la normativa se aplique sobre posiciones largas y a una tasa de cambio ligeramente superior a la del año anterior.

Bajo ese tenor, queda claro que las estimaciones efectuadas por el articulista para el déficit del BC del 2014, ascendente según sus cálculos a RD\$32,789 millones para una participación con respecto al PIB de un 2.6%, **están incompletas y sobrestimadas**. Conforme a nuestras proyecciones efectuadas en el marco del Programa Monetario aprobado por la Junta Monetaria para el año que transcurre, **el déficit del BC apenas alcanzaría un 1.4% del PIB**, el cual es mucho menor que el estimado por el articulista.

Si ahora nos detenemos a darle una mirada a la evolución de la deuda interna del BC como porcentaje del PIB en los últimos años, que es la variable de la cual parte el articulista en su análisis, se observa también **una tendencia descendente y consistente con el discurso de esta institución, en el sentido de que la solución a esta problemática heredada sería gradual**, dadas las magnitudes que envuelve y **la necesidad de que se vayan creando las condiciones de monetarias para que la economía pueda absorber la liquidez** en exceso generada por el manejo monetario conferido a la crisis bancaria del 2003. La siguiente gráfica ilustra esta realidad:

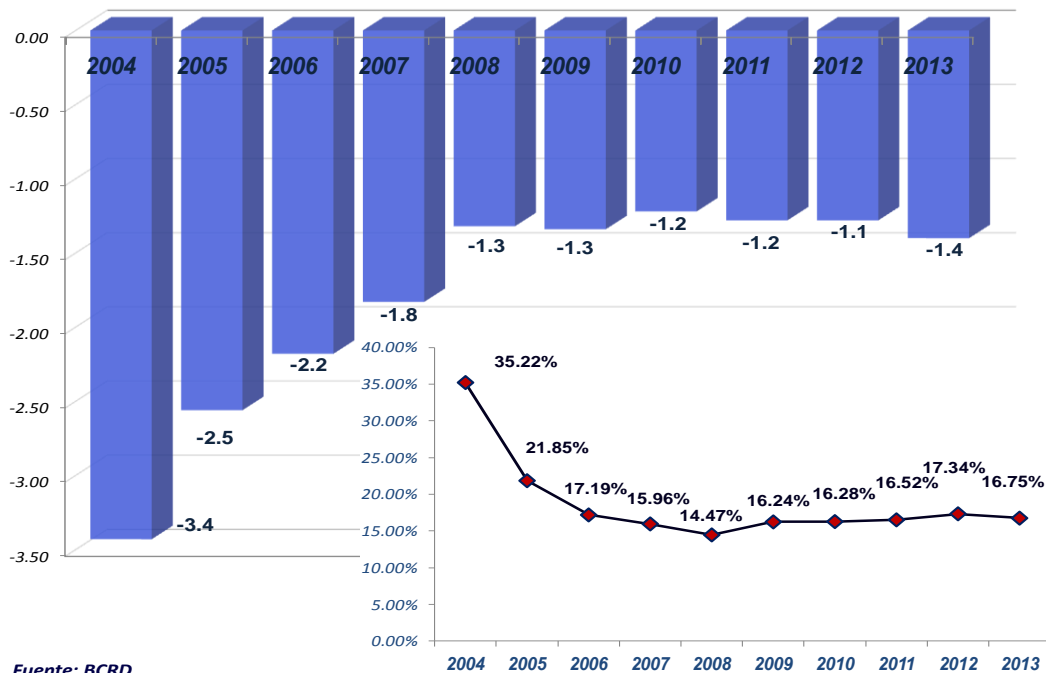


En síntesis, si bien se reconoce que la carga financiera del Estado a nivel consolidado envuelve cifras de gran valoración, originadas en buena medida a raíz de la citada crisis bancaria, lo importante es **la tendencia a la baja que muestra la misma con respecto al PIB**, y que consistente con ese ritmo, para el cierre del 2014, lejos de evidenciarse una reversión “preocupante” como insinúa el articulista, **se preserva la tendencia hacia la baja de este indicador, el cual muestra niveles aún inferiores, cuando se consideran las demás partidas que entran en el cálculo del déficit cuasifiscal y/o neto del BC, que se detallaron precedentemente.**

Por ejemplo al 2013, el servicio de la deuda de certificados, tal y como lo indica la gráfica anterior, fue de 1.8% del PIB. No obstante, cuando se incorporan las demás partidas que indicamos que considera la metodología de cálculo del déficit neto del BC a nivel contable, **que es el que legalmente tiene validez ante el MH para fines de reconocimiento del mismo como deuda interna**, desciende a 1.4% del PIB, conforme lo revela el Informe de la Economía al cierre del 2013, indicador que también muestra una tendencia a la baja con respecto al 3.4% del PIB registrado en el año 2004. Por tanto, el comentario del articulista en su tercera entrega, en el sentido de que “por cada uno por ciento de aumento de la tasa de interés sobre los títulos del BC el déficit cuasifiscal aumentó en 0.1% del PIB” no aplica para el caso dominicano, según lo ilustra la gráfica siguiente, donde se aprecia la evolución de la reducción del déficit cuasifiscal como porcentaje del PIB, en consonancia con la disminución de la tasa promedio ponderado del portafolio del BC:

Evolución de la Reducción del Déficit Cuasifiscal / PBI y de la Tasa Promedio Ponderada del Portafolio de Títulos del BC

Periodo 2004 -2013



Finalmente, como pudo apreciarse en el cuerpo del presente análisis, existen razones válidas que justifican tanto los niveles y diferenciales de rendimientos de los títulos del BC y del MH, así como de la carga financiera que actualmente maneja el Estado en nuestro país, tras el fuerte impacto de la crisis bancaria del 2003 y de los choques externos provenientes de la crisis internacional del 2008, con sus respectivas secuelas, por lo que entendemos razonable que, sin dejar de reconocer que hay espacio para mejoras en los ámbitos analizados, consideramos justo valorar los avances alcanzados por ambas instituciones, tanto para el manejo de las operaciones de mercado abierto y de la deuda pública respectivamente, como para reducir, **en la medida de lo posible y factible**, las cargas financieras para el Estado.

Por ello, consideramos oportuno analizar con detenimiento, **en la segunda parte de estas reflexiones**, las recomendaciones de política que en materia de tasas de interés de los títulos públicos fueron formuladas recientemente en la prensa los días 6 y 12 de mayo citados, dadas las serias distorsiones que, desde nuestro punto de vista, podrían acarrear las mismas en el quehacer económico de la Nación; sobre todo tras la estabilidad macroeconómica alcanzada y los evidentes avances institucionales que, a nivel legal y constitucional, hemos podido consolidar como Nación.

Ver Segunda Parte en **Página Abierta del Banco Central**