

## 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 (Segunda Parte)

Por la Unidad Ejecutora para la Recapitalización del Banco Central

---

Dando continuidad a las reflexiones publicadas en nuestra Página Abierta en fecha 21 de mayo del presente año, en la que presentamos la primera parte de las “Precisiones sobre el rendimiento de los títulos del Banco Central (BC), carga financiera para el Estado y otros temas asociados”, completamos en esta oportunidad nuestras apreciaciones, en torno **a las recomendaciones o medidas que han sido publicadas recientemente en la prensa nacional** el Dr. Andrés Dauhajre hijo, con la finalidad de reducir la carga financiera del Estado. (*El Caribe, 6, 12 y 19 de mayo de 2014*)

En ese sentido, el articulista ha planteado la disminución de las tasas de interés de los títulos que emitan el Ministerio de Hacienda (MH) y el Banco Central (BC), para lo cual ha formulado las medidas siguientes:

1. Prohibir la existencia de rendimientos diferentes entre los títulos del BC y de MH.
2. Otorgar potestad al MH para “fijar” los techos a dichos rendimientos, lo cual modificó en un segundo artículo proponiendo que se “centralice” el proceso de determinación de los mismos para títulos de ambas instituciones de igual plazo, sugiriendo que la Dirección General de Crédito Público sea la que determine dichos rendimientos.

Desde nuestra visión, **ambas propuestas no son factibles** por las razones que nos permitimos detallar a seguidas:

1. En primer lugar, estas propuestas entrarían **en contradicción con disposiciones de orden legal y constitucional** relativas a la independencia que tiene el BC con respecto a la realización de sus operaciones de mercado abierto previa autorización de la Junta Monetaria, no de “otra instancia” que limite su autonomía conferida por la Constitución.
2. Ambas propuestas **se contraponen a los principios de libre mercado** que rigen el ordenamiento jurídico en materia económica y financiera, propiciados a nivel internacional, a través de la determinación de rendimientos mediante mecanismos de mercado como las subastas públicas, utilizadas actualmente por ambas instituciones.
3. Ambas sugerencias estarían **priorizando el objetivo de reducción de costo de deuda supeditando el objetivo de la estabilidad macroeconómica a un segundo plano**. Si bien ambos son importantes y necesarios, en el caso del BC, en base a la Constitución de la República y a la Ley Monetaria y Financiera, la misión primigenia de la institución y su objeto fundamental, es y debe ser la estabilidad al costo resultante, al igual que todos los países del mundo.

Al parecer esas propuestas pudieran estar un tanto desenfocadas con respecto a la dinámica de actuación del diseño de las políticas y sus resultados. **Las tasas de interés de los títulos son un resultado, no un objetivo.** El diseño de las políticas monetaria y de deuda pública no podría perfilar como objetivo una “determinada” o “pre-fijada” tasa de interés, con el propósito de lograr otro fin, que si bien es importante también, está supeditado a una serie de factores. En tal sentido, si se asumen las “recomendaciones” formuladas por el articulista, los hacedores de política podrían perder efectividad en su accionar, desalineándose penosamente de sus objetivos centrales.

Entendemos que hay otras vías o medidas, **legales y de mercado**, que en adición respetan la Constitución, las cuales **podrían ponderarse para lograr una mayor reducción de la carga financiera para el Estado en términos generales, con cuya causa nos identificamos, pero no por las vías propuestas por el articulista.** Las Autoridades Monetarias en su Plan Estratégico 2013-2016, contemplan acciones adicionales tendentes a mejorar la coordinación entre ambas instituciones, las cuales oportunamente implementaría. Entendemos que las medidas deberían orientarse en el marco de la ley, priorizando objetivos y en condiciones de mercado, sin generar otro tipo de distorsiones que tendrían el alto riesgo de bordear el litoral de la inconstitucionalidad.

A este respecto nos permitimos traer a colación, un elemento importante que evidencia **cómo la estabilidad macroeconómica contribuye a reducir la carga o costos para el Estado.** Invitamos al articulista a hacer un simple cálculo de los recursos que se ha ahorrado el país en los últimos 8 años, por el “diferencial” favorable que se genera **cuando el Presupuesto Nacional se ejecuta a una tasa de cambio inferior a la estimada inicialmente, en consonancia con la meta de inflación y la estabilidad relativa del tipo de cambio.**

El resultado es impresionante, sólo por ese concepto el gobierno dominicano se ha ahorrado del 2005 al 2013 casi de RD\$80,000 millones, cifra que aunada a las retenciones que ha efectuado el BC al aplicar el 10% de impuesto sobre el rendimiento de los títulos que emite y que han contribuido a incrementar los ingresos del gobierno, compensan en gran medida los recursos que ha recibido el BC por concepto de recapitalización, y que de manera reiterada se le ha sacado en cara a esta institución, como si ella misma no fuera la que financió, por cuenta del Estado, los salvamentos bancarios del 2003. (Ver en anexo, Cuadro de los pagos efectuados por el Gobierno al BC por concepto de Recapitalización, en igual período).

Adicionalmente, no podemos dejar de mencionar el apoyo continuo que, a través del Banco de Reservas ha ofrecido el BC al Gobierno durante el mismo período, en cuanto al suministro de las divisas necesarias para honrar los compromisos de pago de la deuda externa, los de la Refinería Dominicana de Petróleo con sus suplidores internacionales y los de la CDEE con las empresas distribuidoras de electricidad (EDES). De no haber contribuido el BC en esta tarea, y de haber tenido que buscar el gobierno de manera consistente la totalidad de las divisas necesarias para realizar los referidos pagos, preguntamos al articulista, cuál hubiese sido el efecto de dichas presiones sobre el tipo de cambio y sus consecuentes impactos en el nivel nacional de precios y en el bienestar del pueblo dominicano? Y a qué tasa de cambio entonces se habrían ejecutado los Presupuestos Nacionales de ese período? En economía es necesario evaluar las distintas aristas que comprenden un fenómeno dado, y no sólo la que más convenga a las intenciones del analista.

Por tanto, veamos esta situación con una mayor consciencia y objetividad, pues por tratar de reducir costos **de manera inadecuada**, pudiésemos propiciar el resurgimiento del peor de los impuestos: **el flagelo de la inflación y la inestabilidad del tipo de cambio.**

Ahora bien, ciertamente los bancos centrales siempre tendrán la facultad que les asiste de ejecutar sus políticas al costo que garantice la estabilidad, objeto fundamental de su existencia. En el caso dominicano, nos parece justo reconocer públicamente que, aún y cuando el BC tuvo que asumir el cuasifiscal heredado de la crisis bancaria del 2003, como un **“costo consumado e inevitable”** que arrojó pérdidas al Estado del orden de un 20% del PIB, así como la avalancha que sumergió a 1.5 millones de dominicanos en la pobreza, las autoridades monetarias que asumieron las riendas a partir de agosto del 2004 **lograron minimizar ese costo, y contribuir por su parte a implementar medidas que complementarían el apoyo financiero que recibiría el BC del Estado**, en su calidad de único accionista en el marco de su recapitalización.

Entre las principales acciones adoptadas por las autoridades en este sentido, se destaca la reducción gradual **del costo de esa deuda cuasifiscal**, por la vía de ***disminuir de manera paulatina las tasas de interés*** a las que se debían colocar sus títulos con fines de neutralizar el exceso de liquidez provocado por las facilidades que financiaron el pago a los depositantes de las entidades colapsadas. De hecho, recordemos que esas tasas **descendieron** de un promedio ponderado de un 35.2%, al haber certificados con tasas de hasta un 60% anual, existentes antes de agosto del 2004, a un 16.0% promedio anual de ese portafolio a abril de 2014, acompañado de una ampliación de los plazos de esos títulos de 7, 15 y 30 días previo a la fecha indicada, a plazos de 3, 5 y hasta 7 años, lo cual también contribuyó a gestionar en el tiempo el referido costo con una mayor holgura.

Este titánico esfuerzo, junto a la realización de los activos recibidos en dación en pago de las entidades rescatadas representa, sin lugar a dudas, uno de los aportes más significativos de las actuales autoridades para **contribuir por su parte a la reducción del costo total** de aquella crisis, por lo que realmente constituyó **un ahorro extraordinario para el gobierno, al reducirse los gastos financieros de esta entidad por este concepto de unos RD\$3,200 millones anuales a RD\$2,100 millones promedio**, lo cual aunado a los aportes del gobierno por concepto de la recapitalización, permitió la reducción del denominado déficit cuasifiscal de un 3.4% del PIB en el 2004, a un 1.4% del PIB a diciembre del 2013, con el mantenimiento simultáneo, por casi 10 años consecutivos, de la estabilidad macroeconómica perdida en el 2003.

### **Consideraciones finales**

Evidentemente el Banco Central ha coexistido con una carga y costos que ha podido gestionar con responsabilidad y destrezas, logrando mantener la estabilidad y contribuyendo al crecimiento económico que tal vez no han alcanzado otros países de la región que pudieran tener más bajas tasas de interés que las nuestras; coadyuvando además, por distintas vías, a aliviar la carga del Estado, como se pudo apreciar precedentemente con ejemplos palpables.

Algunos críticos o soñadores tienden a desear, simultáneamente, el mejor de los mundos en todas las variables del quehacer económico, pero como dice un refrán popular: “Una cosa es torear el toro y

otra verlo torear”. Todo lo antes expuesto, pone en relieve razones suficientes y objetivas que enmarcan el accionar de los hacedores de política por un rumbo muy distante al propuesto por el articulista, por lo que en contraste a sus sugerencias, reiteramos la necesidad de evitar la adopción de medidas contraproducentes, y en su lugar recomendamos:

- Apoyar los avances del MH y del BC en la incursión del **mecanismo de subastas**, como herramienta idónea para promover la “formación de precios de mercado”, *que es el norte a seguir, en lugar de incursionar en políticas de “fijación” de tasas o topes de espaldas a las condiciones del mercado, como las propuestas en los artículos analizados;*
- Aupar los logros en materia de **estandarización y desmaterialización de títulos** de ambas instituciones y del mercado privado en general, para proveer liquidez y facilitar el desarrollo del mercado secundario de valores, en lugar de *coartar la autonomía de los entes que propugnan por la libertad de mercado;*
- Afinar el **diseño de las curvas de rendimiento** para fines de seguimiento de la evolución de los valores emitidos por ambas instituciones, como manera de seguir propiciando una mayor coordinación entre las mismas, que coadyuve oportunamente, a que cada emisor logre sus objetivos fundamentales al menor costo posible en beneficio del Estado.

En fin, propugnemos por preservar lo bueno que hemos logrado, y enfoquemos nuestra mirada hacia los retos que nos demanda el futuro, evitando con sentido prudente distraer nuestra atención con medidas que atenten contra la lógica del mercado y que pudieran generar serias distorsiones al quehacer económico de la Nación, obstaculizando el progreso reencausado del pueblo dominicano.

## ANEXO

### Banco Central de la República Dominicana Pagos Efectuados por el Gobierno al Banco Central por Concepto de Recapitalización

| AÑO         | MONTO DE TRANSFERENCIAS<br>En Millones RD\$ |
|-------------|---|
| 2007*       | 5,827.0                                     |
| 2008        | 4,117.9                                     |
| 2009        | 17,437.2                                    |
| 2010        | 14,485.5                                    |
| 2011        | 18,859.0                                    |
| 2012        | 19,060.1                                    |
| 2013        | 17,524.5                                    |
| 2014 (mayo) | 7,807.2                                     |
|             | <b>RD\$105,118.59</b>                       |

*Fuente: Depto. de Tesorería del Banco Central*

\*Año en que se aprueba y se empieza a aplicar la Ley No. 167-07 de Recapitalización del Banco Central del 13 de julio del 2007 y su Reglamento de Aplicación del 21 de diciembre del mismo año.