

Precisiones Aclaratorias sobre la Relación entre la Acumulación de Reservas Internacionales y el Endeudamiento Público Externo

Departamento Internacional y Departamento Tesorería

En la rueda de prensa del pasado miércoles 6 de enero, el Banco Central de la República Dominicana (BCRD) hizo de público conocimiento los resultados preliminares del desempeño económico de la economía dominicana correspondientes al año 2015. Entre los logros macroeconómicos citados, el BCRD destacó el proceso de acumulación de Reservas Internacionales, las cuales en términos brutos alcanzaron la cifra record de US\$5,266 millones de dólares, de Reservas Internacionales Netas de US\$5,195.1 millones, y de US\$3,210.6 millones de Reservas Internacionales Líquidas, aumentando en US\$404.3 millones, US\$544.6 millones y US\$314.4 millones respectivamente, con respecto al 2014. Esto equivale a decir que los niveles de Reservas Internacionales Brutas alcanzaron 3.6 meses de las importaciones, lo cual excede lo contemplado en el Programa Monetario y las recomendaciones del FMI de mantener como mínimo requerido reservas equivalentes a tres meses de importaciones.

Algunos economistas, analistas y hasta políticos, han señalado que el nivel de Reservas Internacionales acumulado por el Banco Central está relacionado al aumento del nivel de endeudamiento público externo con la intención de minimizar la política que dirige el BCRD en aras de mantener niveles de reservas adecuadas que contribuyan a la consolidación económica y estabilidad que ha caracterizado la economía dominicana durante la última década.

En tal sentido, como una forma de contribuir a edificar la opinión sobre este importante tema, aprovechamos este medio para explicar el proceso de acumulación de reservas que realiza el Banco Central y cómo ha incidido el desempeño de los sectores generadores de divisas en el cumplimiento de las metas planteadas en el Programa Monetario de la Institución.

A tal efecto, es importante tener presente que las Reservas Internacionales son activos en moneda extranjera acumulados por el Banco Central para amortiguar el impacto de posibles salidas inesperadas de divisas o choques adversos a la balanza de pagos, para ayudar a mantener y promover la confianza de los agentes sobre el valor de la moneda local, permitiendo hacer frente a posibles fluctuaciones no deseadas del tipo de cambio y de esta manera contribuir a garantizar la estabilidad de precios de la economía. Por estas razones, organismos e inversionistas internacionales, así como agencias calificadoras internacionales de riesgo, como

Moody's, Standard & Poor's y Fitch, otorgan de manera especial una alta ponderación a los niveles de Reservas Internacionales para asignar el nivel de riesgo país, calificar la deuda soberana y los niveles de riesgo crediticios de una nación.

Cabe recordar que tras la crisis bancaria del año 2003, las Reservas Internacionales Brutas y Netas del Banco Central llegaron a sus niveles mínimos históricos de US\$279.4 millones y US\$123.6 millones de dólares, respectivamente. Al mismo tiempo, las Reservas Internacionales Líquidas, alcanzaron la cifra negativa de -US\$95.8 millones de dólares, lo cual colocaba al país en una posición de deudor neto de reservas.

El proceso de consolidación de reservas internacionales del Banco Central inició hace más de una década, en enero de 2005, cuando las Autoridades Monetarias se comprometieron ante el Fondo Monetario Internacional (FMI) y otros organismos financieros internacionales a realizar un fuerte y amplio programa dirigido a recuperar la estabilidad financiera y promover un crecimiento económico sostenible en el mediano plazo. Tanto en dicho programa, como en programas y revisiones subsiguientes, el establecimiento de metas para la acumulación de reservas ha sido uno de los principales objetivos a cumplir, tomando en cuenta la importancia de contar con un nivel adecuado de reservas tanto para enfrentar choques externos como para brindar una señal de estabilidad a los mercados e inversionistas internacionales.

Reservas Internacionales y Endeudamiento Público Externo

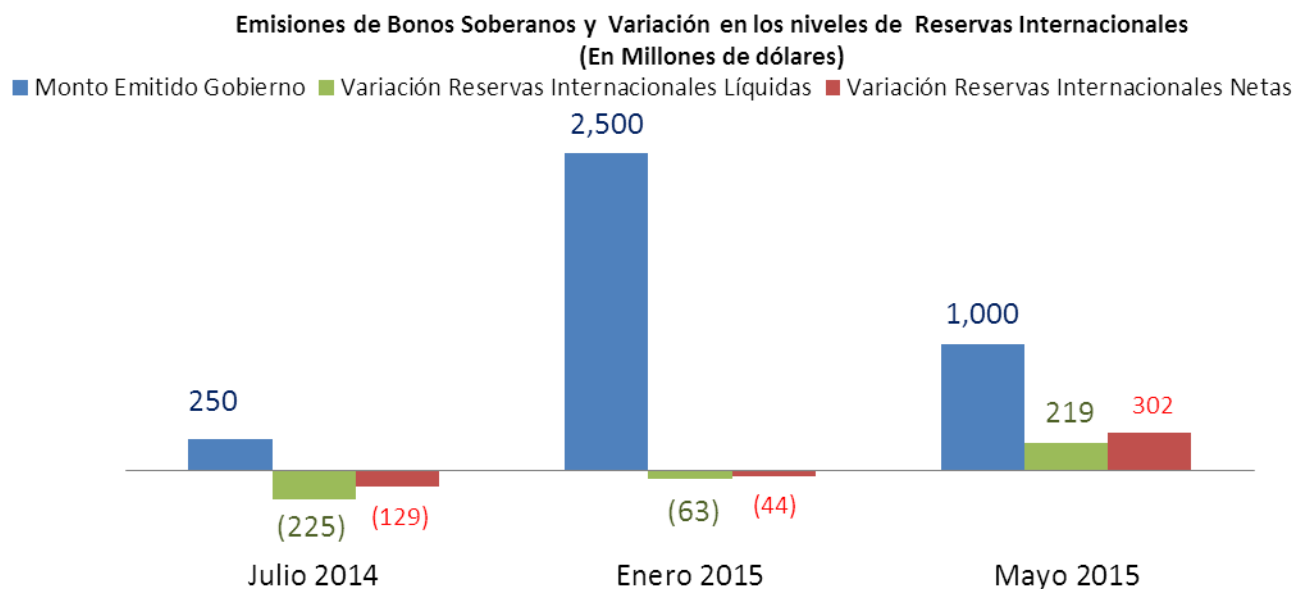
Para evitar interpretaciones erróneas e infundadas, es importante aclarar en qué consiste la gestión de las cuentas en moneda extranjera del Gobierno en el Banco Central, como parte del proceso de pago de deuda externa que la Tesorería Nacional realiza a través de esta Institución.

El Banco Central brinda un servicio a la Tesorería Nacional a través de sus cuentas de corresponsalía, para la transferencia de los recursos en moneda extranjera que el Gobierno Dominicano recibe por concepto de donaciones o financiamientos del exterior. Los mismos son acreditados en las cuentas de los bancos corresponsales del Banco Central y registrados contablemente como un pasivo de la Institución. En este sentido, los recursos desembolsados son de libre disponibilidad del Gobierno y sólo permanecen de manera transitoria en el Banco Central hasta ser transferidos, por instrucciones de la Tesorería Nacional, a sus cuentas en el Banco de Reservas o bien, son destinados para honrar sus compromisos en el exterior.

Por tanto, es un error pretender vincular la política de acumulación de reservas internacionales del Banco Central al aumento del endeudamiento externo del Gobierno; ya que como se explicó previamente, dichos recursos no permanecen en las cuentas del Banco Central y por tanto no contribuyen a engrosar de manera permanente las reservas internacionales.

A modo de ejemplo, la gráfica 1 muestra las últimas tres colocaciones de bonos soberanos y las variaciones en los niveles de las Reservas Internacionales. Como se observa, en julio del 2014 el gobierno colocó US\$250 millones en los mercados internacionales, mientras que en ese mismo período las Reservas Internacionales Netas cayeron en US\$129 millones y las Líquidas en US\$225 millones respectivamente. Asimismo, en el mes de enero del 2015, el gobierno dominicano emitió deuda soberana equivalente a US\$2,500 millones, de los cuales US\$1,933.1 millones fueron destinados a la compra a descuento de la deuda con Petrocaribe, al mismo tiempo que se observa una disminución en los niveles de las Reservas Internacionales. Por último, en mayo 2015 el Gobierno realizó otra colocación de bonos soberanos de US\$1,000 millones para apoyo presupuestario, mientras que para esa fecha, el Banco Central acumuló US\$302 millones y US\$219 millones en sus Reservas Internacionales Netas y Líquidas respectivamente, por medio de operaciones directas en el mercado cambiario con los intermediarios financieros. **Estos tres ejemplos comprueban que no es correcto vincular la acumulación de Reservas Internacionales del BCRD al endeudamiento público externo.**

Gráfica 1

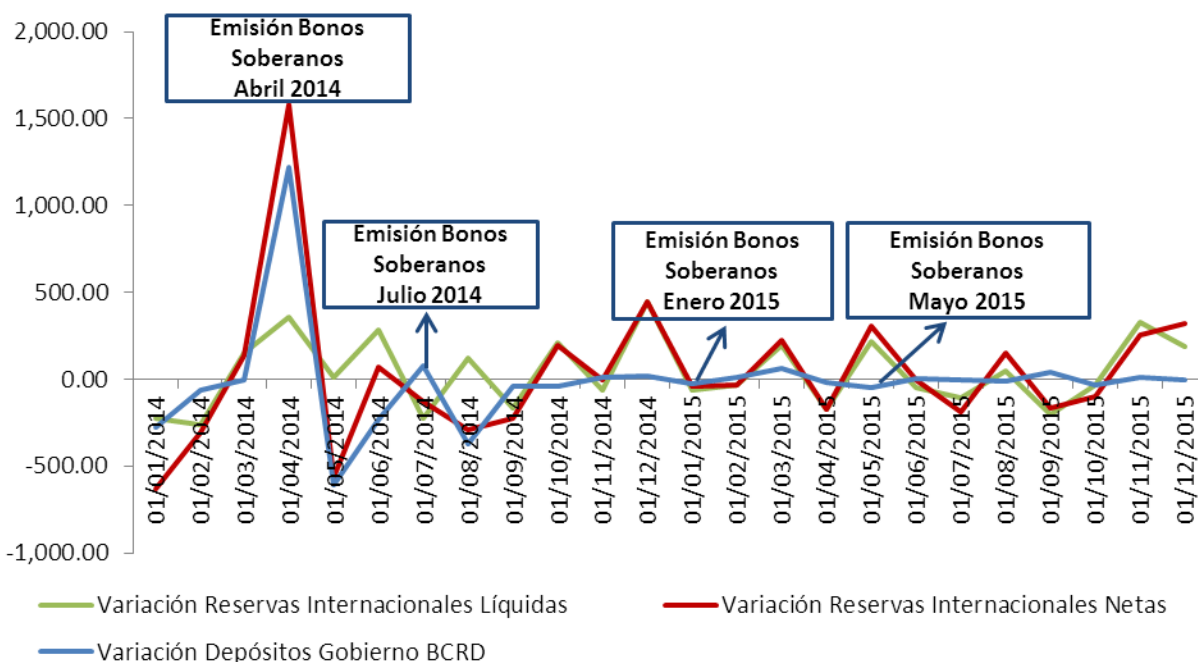


Más aún, al examinar la evolución de los depósitos en divisas del Gobierno Dominicano mantenidos en sus cuentas en el Banco Central en los últimos años, se observa que existe una correlación muy baja y no significativa entre la acumulación de reservas internacionales y la variación de estos depósitos provenientes de donaciones o financiamientos de entidades bilaterales, multilaterales y emisiones de deuda soberana en el exterior.

Como se aprecia en la gráfica 2 presentada a continuación, la línea azul que representa la variación de los depósitos del Gobierno en el Banco Central ha permanecido estable, cercana a cero, a excepción de la emisión de abril de 2014 donde se apreció un brusco aumento y una subsecuente corrección que no tuvo efecto permanente sobre los niveles de reservas. En adición,

si se observa con detenimiento otras fechas de colocaciones de emisiones soberanas, como julio de 2014, enero y mayo de 2015, no se observó ninguna variación importante en las cuentas del Gobierno en el Banco Central, ya que dichos recursos fueron utilizados por la Tesorería Nacional de manera inmediata para el cumplimiento de sus obligaciones contempladas dentro del Presupuesto Nacional. Durante el 2015 los depósitos del Gobierno Dominicano en divisas en el Banco Central se mantuvieron estables; en cambio, la acumulación de Reservas Internacionales Netas y Líquidas aumentó considerablemente en US\$544.6 millones y US\$314.4 millones respectivamente.

Gráfica 2

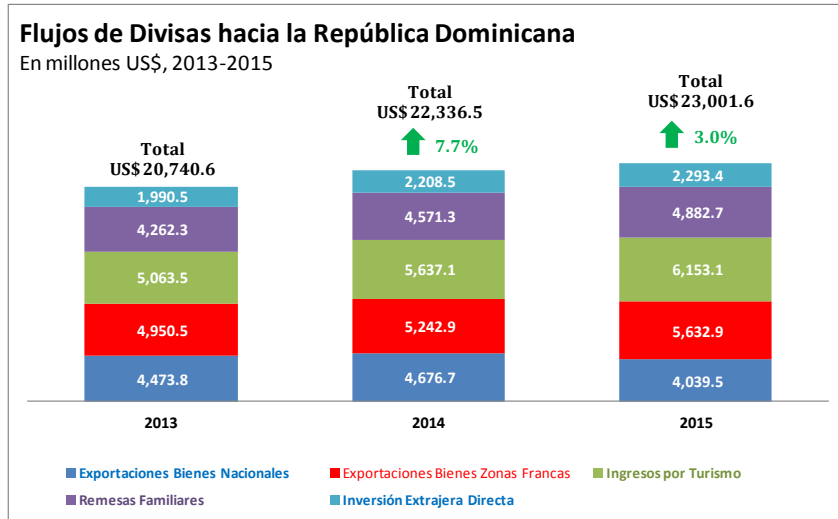


Por tanto, **no se corresponde con la realidad el planteamiento de que la acumulación consistente de reservas internacionales depende del endeudamiento público externo.** Como se ha explicado anteriormente, la acumulación de reservas es el resultado de los esfuerzos del Banco Central de captar los excedentes de divisas que necesita la economía para operar en un marco de estabilidad cambiaria, a través de los participantes del sector privado en el mercado cambiario. En adición, la acumulación de reservas ha sido apoyada por el crecimiento de sectores importantes generadores de divisas, así como recientemente, a un importante ahorro de US\$1,319.4 millones como consecuencia de la caída en los precios del petróleo en los mercados internacionales.

En la gráfica 3 se evidencian las fuentes de acumulación de Reservas Internacionales que incluyen los sectores de las exportaciones nacionales, las de zonas francas e ingresos por turismo, así como de los ingresos percibidos por conceptos de remesas e inversión extranjera directa. Es bueno destacar que entre el 2013 y el 2015 el total de ingresos de divisas de la

economía dominicana aumentó casi un 11%, alcanzando más de US\$23,000 millones al cierre de 2015.

Gráfica 3



En ese sentido, queda demostrado que la política de acumulación de reservas del Banco Central está vinculada a la adquisición de divisas disponibles en la economía que realiza esta Institución a través de los intermediarios cambiarios, y de ningún modo al endeudamiento público externo.

Finalmente, considerando los posibles riesgos externos a los que está expuesta una economía pequeña y abierta como la dominicana, el Banco Central ha tratado de ser consistente con las mejores prácticas internacionales que recomiendan el mantenimiento de un nivel adecuado de Reservas Internacionales como mecanismo de precaución para reducir el impacto de las salidas de capitales ante condiciones económicas adversas. Esto permite **seguir brindando una señal contundente a los agentes económicos sobre la capacidad de reacción de la política monetaria a fin de garantizar la estabilidad macroeconómica.**