

“Señoreaje y Déficit Cuasifiscal”

UNIDAD EJECUTORA REDUCCIÓN DÉFICIT CUASIFISCAL DEL BANCO CENTRAL

En las ediciones del Periódico El Caribe del lunes 13 y 20 de noviembre de 2017, fueron publicados dos nuevos artículos de un economista local referentes básicamente al Señoreaje y al denominado Déficit Cuasifiscal, con una serie de afirmaciones que ameritan ser aclaradas. Del mismo modo, otro economista ha realizado dos publicaciones en el Listín Diario, en las que expone los mismos temas. En este contexto, se ha considerado necesario precisar algunos aspectos, con la finalidad de edificar correctamente a los agentes económicos y al público en general.

Específicamente, en una primera parte del artículo se aborda lo atinente al **concepto de señoreaje, su enfoque contable, macroeconómico y su vinculación con el Déficit Cuasifiscal**. Adicionalmente, presentaremos algunas aclaraciones sobre la tasa de interés y la tasa de cambio, así como el manejo monetario dado a la crisis bancaria del 2003-2004.

Señoreaje: Implicaciones Contables, Macroeconómicas y su vinculación con el Déficit Cuasifiscal

El **Señoreaje es un concepto económico**, que se define como el aumento en el poder de compra que obtienen los bancos centrales cuando ocurre un incremento de la cantidad de dinero en términos reales. **Desde la óptica contable, el aumento en la emisión monetaria constituye un incremento de los pasivos del Banco Central, que puede por un lado financiar un aumento de sus activos, algunos de los cuales generan rendimientos, (ej. Reservas Internacionales, títulos de Hacienda, entre otros), o que puede a su vez contribuir a cubrir costos asociados a la política monetaria.**

Uno de los argumentos que ha sido debatido recientemente en la prensa, se refiere a que los bancos centrales deben registrar explícitamente los ingresos generados por concepto de señoreaje. De conformidad con las mejores prácticas internacionales y como ocurre en la mayoría de los bancos centrales del mundo, en el caso de la República Dominicana **los recursos del señoreaje no se encuentran registrados de manera explícita en los estados financieros del BCRD**. Más bien se incorporan a los estados contables en distintas partidas todos sus componentes, como la base monetaria, el costo de emisión de billetes y monedas, los distintos activos que financian y sus rendimientos.

Vale resaltar específicamente lo siguiente:

- (1) El aumento de la Base Monetaria se encuentra incluido en los pasivos del BCRD en su balance general,
- (2) El aumento en los activos financiados con el aumento de la Base Monetaria (Reservas Internacionales, Activos Fijos, entre otros) se encuentran registrados en los activos del BCRD en su balance general,
- (3) Los rendimientos financieros que generan estos activos por monedas se encuentran incluidos en su estado de resultados,

- (4) El costo de la producción de billetes y monedas está incluido en sus estados de resultados,
- (5) Los costos operativos y financieros asociados a la ejecución de la política monetaria también están incorporados en el estado de resultados del BCRD.

De esta forma, queda claro que **el BCRD, como la mayoría de los bancos centrales, registra implícitamente en sus estados financieros los componentes del señoreaje, en consonancia con la Ley Monetaria y Financiera y las mejores prácticas internacionales de banca central. Por tanto, dista diametralmente de la verdad, la declaración tergiversada de uno de los economistas locales que afirma que el Banco Central ni registra, ni declara ni transfiere los recursos por concepto de señoreaje.**

En tal sentido, no se corresponde estrictamente con la realidad plantear que el déficit cuasifiscal haya estado supuestamente “sobre-estimado”, en vista de que los componentes del cálculo del Señoreaje sí están considerados en la determinación del referido déficit cuasifiscal, aspecto que parece ignorar este economista. Esto a todas luces, no resiste ningún tipo de análisis técnico con suficiente sustentación.

Respecto a los ejemplos de países desarrollados que señala el autor del Artículo sobre las supuestas **“transferencias” de recursos del señoreaje** que el Banco de Inglaterra y el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos **realizan hacia sus gobiernos**, los mismos corresponden a entes emisores que enfrentan una realidad completamente distinta a la del BCRD.

Un aspecto a señalar, es que los citados bancos centrales son los emisores de la libra esterlina y el dólar estadounidense, respectivamente, monedas utilizadas y aceptadas como reserva a nivel mundial, por lo tanto, no tienen la necesidad de acumular reservas en dichas divisas como es el caso de la República Dominicana y la mayoría de los países del mundo.

En adición, es importante destacar que tras la crisis global del 2008, los bancos centrales de economías desarrolladas han aplicado políticas expansivas sin precedentes en los últimos años, al comprar sistemáticamente activos financieros que les generan altos rendimientos, como son los casos de Estados Unidos de América y la Unión Europea. Estos rendimientos extraordinarios han permitido a dichos bancos generar resultados operacionales positivos, facilitando la transferencia de recursos a sus gobiernos.

Este proceder es muy diferente a lo que ha ocurrido en economías emergentes y pequeñas, como la nuestra. Como hemos explicado anteriormente, el manejo inadecuado del rescate bancario del 2003 generó en el BCRD una deuda cuasifiscal que le representa costos financieros por el pago de los intereses de los títulos que necesariamente está conminado a seguir emitiendo para neutralizar cualquier exceso de liquidez que atente contra la estabilidad macroeconómica del país. Este costo financiero originado en la crisis bancaria del 2003 es la causa principal del déficit cuasifiscal y la razón por la cual el BCRD no está generando superávits que pudiesen ser transferidos al Gobierno.

En ese sentido es preciso recordar que el tratamiento de los superávits del BCRD está contemplado en la Ley No. 183-02, Monetaria y Financiera, que en su artículo 16, literal b), modificado por el Artículo 3 de la Ley de Recapitalización del Banco Central 167-07, dispone que *“...en el caso de que el Banco Central genere un superávit, 2/3 de estos recursos se destinarán al Fondo de Recursos Propios y Reserva General (para ser utilizados para compensar cualquier déficit) y el 1/3 restante se transferirá al Estado. Una vez estos fondos hayan alcanzado el 10% de los pasivos totales del BCRD, el superávit se transferirá en su totalidad al Estado. En caso de que el BCRD genere déficit, el mismo deberá ser cubierto en primer lugar con recursos del Fondo de Reserva General, y si éste*

PÁGINA ABIERTA

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

no alcanzare a cubrir dicho déficit, el Estado absorberá la diferencia mediante los mecanismos legales y financieros contemplados en dicha ley”.

Vistas estas argumentaciones precedentes, queda claro que **la propuesta de que se transfieran los ingresos del señoreaje al Gobierno, es un verdadero contrasentido.**

Adicionalmente, en el caso extraordinario de que esa propuesta se ejecutase, **dicha transferencia incrementaría de forma importante la liquidez en la economía, generando desvíos en la inflación y presiones cambiarias que para contrarrestarlas, obligarían al Banco Central a esterilizar dicha expansión monetaria, provocando que se incrementen aún más los valores en circulación, el pago de sus intereses y el consecuente déficit cuasi-fiscal. En pocas palabras, sería crear un círculo vicioso, en detrimento del crecimiento sostenido con estabilidad y de la generación de empleos. Cabría preguntarse entonces: ¿Cuál sería el fondo que subyace en tal nefasto planteamiento?**

En definitiva, la corrección de los desequilibrios monetarios ocasionados por la crisis financiera 2003-2004 y el retorno a la estabilidad macroeconómica ha conllevado costos importantes para la política monetaria, al igual que en todos los países que han enfrentado episodios significativos de crisis financieras.

Lo más importante en la efectividad de la política monetaria es que el banco central pueda contar con los instrumentos necesarios para mantener los niveles adecuados de liquidez en la economía, que le permitan cumplir con su mandato constitucional de preservar la estabilidad de precios y preservar la estabilidad macroeconómica restablecida en nuestro país.

Puntualizaciones sobre la Tasa de Interés y la Tasa de Cambio

En sus comentarios sobre la tasa de interés, el referido economista incurre en una interpretación parcializada, al obviar que todas las variables en economía proveen información valiosa al análisis técnico, ya sea en términos nominales, reales, absolutos o relativos. En otras palabras, ambas variables, las reales y las nominales, son importantes en los análisis de coyuntura y perspectivas.

En ese contexto, **el cambio en el perfil de la deuda heredada, en términos de la reducción de sus tasas de interés del 60% al 13.3% fue un logro muy importante conjuntamente con la ampliación de plazos de 7 y 30 días hasta 7 años.**

Esto se ha logrado con una economía caracterizada por crecimiento económico sostenido con estabilidad, muy diferente al escenario económico en esos momentos del año 2003, cuando se registró alta inflación, devaluación, fuga de capitales, caída abrupta del PIB real, aumento del desempleo y de los niveles de pobreza, además de falta de credibilidad generalizada de los agentes económicos en los ejecutores de la política monetaria y sus asesores de entonces.

Nueva vez el referido economista parece ignorar el impacto que tiene el tratamiento impositivo diferenciado entre los títulos del Banco Central y los del Ministerio de Hacienda cuando se refiere al exceso de pago de intereses que el BCRD hace pagar al Gobierno con sus “muy atractivas tasas”.

Es importante volver a recordar que, a diferencia de los títulos del Banco Central, los bonos emitidos por Hacienda están exentos del impuesto de un 10% sobre los intereses y de un 25% sobre la ganancia de capital, además de ser aceptado para pagos tributarios. Tomando esto en cuenta, una

inversión en un título de Hacienda que devengue un 10% anual con las exenciones indicadas sería equiparable a un título gravado del Banco Central que genere un rendimiento de 13.3%.

En cuanto al tipo de cambio, es importante reiterar que el BCRD procura garantizar como función primigenia la estabilidad de precios, para lo cual contribuye preservar la estabilidad relativa de la tasa de cambio, evitando oscilaciones bruscas y volatilidades inconsistentes con las condiciones macroeconómicas internas y externas. Precisa destacar que las estimaciones más recientes indican que el tipo de cambio real del peso dominicano se encuentra en línea con los fundamentos macroeconómicos, evidenciando que la política cambiaria ejecutada por el BCRD ha sido la adecuada, tal y como ha sido reconocido reiteradamente por organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI).

En adición, se pretende desconocer que precisamente la estabilidad cambiaria que ha presentado la República Dominicana por más de una década ha sido un factor clave para el incremento observado en la inversión extranjera y doméstica.

En particular, el buen desempeño del sector externo en los últimos años, en un contexto de alto crecimiento y estabilidad de precios, ha contribuido a la mejora en la calificación crediticia del país por parte de las principales agencias calificadoras, lo que ha implicado menores costos de financiamiento tanto para el sector público como para el privado.

Otro aspecto a puntualizar es que precisamente el Gobierno posee un componente importante del pago de servicio de su deuda en moneda extranjera, por lo que una mayor depreciación cambiaria hubiese implicado una mayor carga financiera para el Estado. En casos extremos, esto pudiese generar problemas presupuestarios como ha ocurrido en otros países o afectar la sostenibilidad de la deuda externa.

Ya en la parte de reflexión final de este artículo, queremos una vez más precisar que el verdadero “pecado original” al que siempre se ha referido el BCRD lo constituye la significativa expansión de liquidez que resultó del manejo inadecuado del rescate bancario de 2003, **al generarse elevados costos financieros para fines de esterilización y tratar de mitigar los efectos de la alta inflación y devaluación en esos años.**

Esta situación, como se ha explicado reiteradamente, ocasionó que el BCRD pasara de un déficit cuasifiscal de -0.2% del PIB en el año 2002, a uno 17 veces mayor, esto es de -3.4% del PIB en el año 2004, y que en lo adelante a partir de ese colapso bancario, esté conminado a registrar resultados deficitarios hasta que se alcance el superávit previsto en la solución legal para la recapitalización del Ente Emisor.

De ahí que sin lugar a equívocos, **la causa del “pecado original” fue la excesiva expansión monetaria (exceso brutal de liquidez) como respuesta al colapso de tres bancos. ¿Cuántas veces hemos enfrentado problemas bancarios sin generar una crisis económica de origen monetario?**

Por tanto, **en el 2003 el problema bancario que generó la crisis económica fue agravado por el fallido manejo monetario dado a esa crisis que provocó la crítica situación económica que vivió el país en esos años y que dejó secuelas en materia del déficit cuasifiscal y en los niveles de pobreza.**

De hecho en estos momentos, el BCRD conjuntamente con el Ministerio de Hacienda, están inmersos en el proceso de modificación de la Ley No. 167-07, sobre la Recapitalización del Banco Central, con la finalidad de ampliar el plazo y lograr su viabilidad y sostenibilidad fiscal en el tiempo.

PÁGINA ABIERTA

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

Para concluir, es oportuno dejar en el ánimo de la opinión pública en general, que el interés del BCRD es honrar el compromiso de su misión institucional apegado al mandato constitucional, legal y a las prácticas internacionales en la materia, de cara siempre a la verdad, a la transparencia y a los mejores intereses de la economía dominicana.

Mantener una senda de crecimiento económico sostenido con estabilidad macroeconómica por más de una década, y un clima de negocios propicio a la inversión y a la generación de empleos, no ocurre por casualidad. Es el resultado de una acertada coordinación de las Políticas Monetaria y Fiscal y las directrices económicas de las autoridades del país. Ese ambiente de confianza y credibilidad es un activo intangible que suele apreciarse más en los momentos en que se pierde. Aunemos esfuerzos por preservarlo.