



BANCO CENTRAL REPUBLICA DOMINICANA

DEUDA PÚBLICA, FINANCIAMIENTO Y CRECIMIENTO ECONOMICO: UN ENFOQUE DE SOSTENIBILIDAD DESDE EL PUNTO DE VISTA MONETARIO Y DEL SECTOR EXTERNO

El Banco Central de la República Dominicana, con la finalidad de aclarar aspectos fundamentales sobre la situación de la deuda pública total, presenta a la consideración de los agentes económicos y del público en general, un informe sobre el estado real del endeudamiento público y sus efectos sobre la economía dominicana desde el punto de vista monetario y del sector externo, de manera de contribuir a evitar interpretaciones no deseadas que generen incertidumbre y afecten las expectativas sobre el futuro económico dominicano.

Durante las últimas semanas, diversos analistas entre los que se incluyen economistas, políticos, empresarios y comentaristas han participado activamente en la prensa dominicana debatiendo sobre el tema de la deuda pública. Estas opiniones, en algunos casos bien intencionadas se han presentado de forma aislada, sin un análisis comprensivo e integral del contexto macroeconómico y sin una visión del desarrollo de largo plazo.

Este debate en torno a la deuda pública llega, desde nuestro punto de vista, a tres conclusiones erradas: primero, se repite con inusitada frecuencia que hay un problema de endeudamiento excesivo y de sostenibilidad fiscal en República Dominicana; segundo, se presentan magnitudes del "problema de deuda" que no coinciden con los números oficiales avalados por los organismos financieros internacionales que le dan seguimiento al país (FMI, BM, BID, CMCA, CEPAL, entre otros); y tercero, se argumenta que el servicio de la deuda es tan alto que el presupuesto público resulta prácticamente inmanejable poniendo en peligro la sostenibilidad fiscal. Estas conclusiones además de mal fundamentadas pueden ser peligrosas para la estabilidad y el sano crecimiento de la economía.

En los tiempos modernos la efectividad de las políticas públicas depende de las expectativas económicas. Mantener a consumidores, inversionistas y otros agentes correctamente informados es un imperativo para las instituciones encargadas del diseño y la ejecución de la política económica. El Banco Central, como hacedor de la política monetaria y en interés de cumplir ese mandato, presenta algunas consideraciones sobre la magnitud real del endeudamiento público, su sostenibilidad, su impacto en el sector externo, monetario y sus efectos en el presupuesto y en el crecimiento de la economía dominicana.

I. ¿CUÁNTO ES EN REALIDAD EL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO?

La gran confusión en torno a la magnitud de la deuda pública dominicana surge porque la deuda oficial puede ser analizada en varios niveles de consolidación, por lo que si no se presta la debida atención pueden suscitarse dudas y llegarse a conclusiones erróneas. En el análisis de la deuda pública los tres niveles de consolidación más comúnmente utilizados son: Gobierno Central (GC); Sector Público no Financiero (SPNF); y Sector Público Consolidado (SPC) que incluye además al Banco Central.

De acuerdo a la Ley No. 6-06 de Crédito Público, el Ministerio de Hacienda tiene el mandato de ocuparse de la deuda del SPNF, la cual incluye la administración central, las instituciones descentralizadas y autónomas, la seguridad social, las empresas públicas no financieras y los ayuntamientos. Por otra parte, organismos financieros que como el Banco Central generan recursos propios, se excluyen de la deuda del SPNF.

I.1 Deuda del Sector Público No Financiero

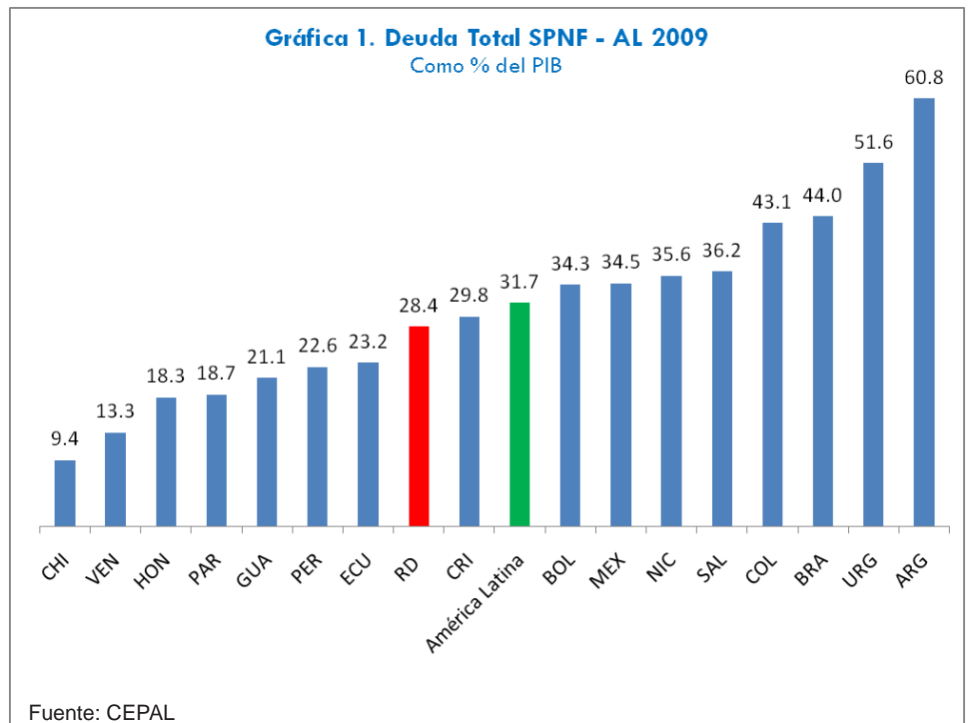
Al cierre de agosto de 2010, la Deuda Total del Sector Público no Financiero (SPNF), que incluye las obligaciones tanto internas como externas, ascendió a US\$13,970.6 millones. De este monto, US\$13,638.6 millones, un 97.6% corresponde a la Deuda del Gobierno Central. El restante 2.4% forma parte de la deuda del llamado Resto del Sector Público No Financiero. Es oportuno mencionar que de este monto, como se detalla más adelante, aproximadamente un 65% corresponde a deuda externa y un 35% a deuda interna.

Una estimación realista prevé que para el cierre del año 2010 la deuda total del SPNF alcanzaría aproximadamente 28.5% del Producto Interno Bruto (PIB), lo que representa apenas un 0.1% del PIB superior con respecto al cierre de 2009, es decir, la deuda total del SPNF como proporción del PIB prácticamente mantiene el mismo nivel que el año pasado.

Como se puede constatar en la Gráfica 1, este nivel de endeudamiento está por debajo del promedio de América Latina que se ubica en 31.7%. Cabe recordar que algunas economías de América Latina como es el caso de Haití, Bolivia, Honduras y Nicaragua son naciones beneficiadas por la llamada Iniciativa de Países Pobres y Altamente Endeudados, conocida por sus siglas en inglés como HIPC y sólo suelen recibir créditos altamente concesionales, que comprenden plazos de hasta 40 años con tasas de interés menores al 1%.

La deuda total del SPNF está compuesta en un 65% por deuda externa y en un 35% por deuda interna como fuera señalado. La deuda externa alcanzó US\$9,031.4 millones en agosto, según cifras de la Dirección General de Crédito Público del Ministerio de Hacienda. Una

proyección para el cierre de año, tomando en cuenta los desembolsos y amortizaciones del SPNF contemplados para el periodo septiembre-diciembre, arroja como resultado una deuda externa de 18.5% como proporción del PIB.



Otro punto donde existe una evidente confusión, según se puede apreciar en los comentarios recientes de los analistas en los medios de prensa, es el relativo a quiénes son los acreedores del gobierno dominicano. En la actualidad, el componente externo de la deuda del SPNF está representado mayormente por deuda oficial, es decir multilateral y bilateral, los cuales generalmente ofrecen financiamiento bajo condiciones más blandas, es decir, a menores tasas y mayores plazos. En efecto, un 75.6% de la deuda externa del SPNF ha sido contratada con organismos multilaterales, como el BID, BM, FMI, entre otros, o de forma bilateral con países amigos como Brasil o Venezuela en el caso de Petrocaribe, mientras que la deuda con acreedores privados como la banca o los inversionistas de los bonos soberanos dominicanos, alcanzó al cierre de agosto de 2010 sólo un 24.4% del total.

En el año 2004 la deuda externa del SPNF con los organismos multilaterales y los países amigos era de 66.7% y con los acreedores privados era de 33.3%. Como puede apreciarse, durante la administración de este Gobierno se ha producido un cambio favorable en la composición de la Deuda Externa, que permite una mayor holgura y flexibilidad, reduce los costos financieros y contribuye a la sostenibilidad en el largo plazo.

Tabla 1
DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO, EXTERNA E INTERNA
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2007-AGO 2010
Cifras preliminares en Millones de US\$

Tipo Acreedor	2007		2008		2009		Al 31-Ago-2010	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
DEUDA TOTAL SPNF	7,558.3		11,226.1		13,260.8		13,970.6	
DEUDA EXTERNA	6,555.7	100.0	7,225.7	100.0	8,221.5	100	9,031.4	100.0
Oficial	4,736.2	72.2	5,536.9	76.6	6,711.3	81.6	6,826.3	75.6
Multilateral	1,819.2	27.7	1,822.8	25.2	2,861.7	34.8	2,854.5	31.6
Bilateral	2,917.0	44.5	3,714.1	51.4	3,849.6	46.8	3,971.8	44.0
Privado	1,819.5	27.8	1,688.8	23.4	1,510.2	18.3	2,205.1	24.4
Banca	418.0	6.4	395.5	5.5	324.5	3.9	322.8	3.6
Bonos	1,389.8	21.2	1,283.7	17.8	1,177.5	14.3	1,874.8	20.7
Suplidores	11.7	0.2	9.6	0.1	8.2	0.1	7.5	0.1
DEUDA INTERNA	1,002.6	100.0	4,000.4	100.0	5,039.3	100.0	4,939.2	100.0
Bancos Comerciales	668.5	66.7	1,294.0	32.3	1,593.7	31.6	1,376.1	27.9
Bonos	334.1	33.3	751.8	18.8	1,150.9	22.8	1,321.6	26.8
Bonos Recapitalización BCRD	0.0	0.0	1,954.6	48.9	2,294.7	45.6	2,241.5	45.4
Deuda Total como % del PIB	18.3		24.6		28.4			
Externa	15.9		15.8		17.6			
Interna	2.4		8.8		10.8			

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Por otra parte, la deuda interna del SPNF ascendió a US\$4,939.2 millones en agosto, cifra que proyectada al cierre de año equivaldría a 10% del PIB. Cabe destacar que la deuda interna como proporción del total de la deuda del SPNF ha incrementado su participación relativa de 13% en 2007 a 35% en la actualidad. Este cambio de composición contribuye a una mayor participación en la deuda total de compromisos denominados en moneda nacional, lo que reduce el riesgo cambiario, contribuye al desarrollo del mercado de valores y capitales y facilita un manejo más flexible de las amortizaciones.

Una de las características que exhibe la deuda interna del SPNF es su alto grado de diversificación. Del total de la deuda contratada, 27.9% corresponde a compromisos con la banca comercial, 26.8% proviene de los bonos emitidos por el Gobierno y 45.4% es atribuible a los bonos para la recapitalización del BCRD.

Es importante señalar, para evitar interpretaciones erradas, que para cubrir los bonos de recapitalización el Gobierno Central sólo tiene que

presupuestar anualmente el pago de los intereses de éstos, según un calendario de entrega al Banco Central. El repago del capital, en el marco del plan trazado al amparo de la Ley de Recapitalización vigente, provendrá de los excedentes que generará el Banco Central una vez esté recapitalizado. Más adelante cuando se traten aspectos relativos al servicio de la deuda total se amplía sobre este tema.

Para completar el perfil de la deuda del SPNF, debe agregarse que el promedio ponderado de la tasa de interés nominal a la que está concertada el total de las obligaciones tanto internas como externas del SPNF es de 7.4%, mientras que el tiempo promedio de maduración es de unos 6 años, lo cual constituye un avance significativo en comparación con el perfil cortoplacista prevaleciente años atrás. En la medida que se continúe con el proceso de profundización del mercado de deuda pública, la tasa de interés promedio del stock de deuda del SPNF tenderá a bajar aún más y la duración promedio a subir, lo que redundará en beneficio del manejo y la sostenibilidad de la deuda pública.

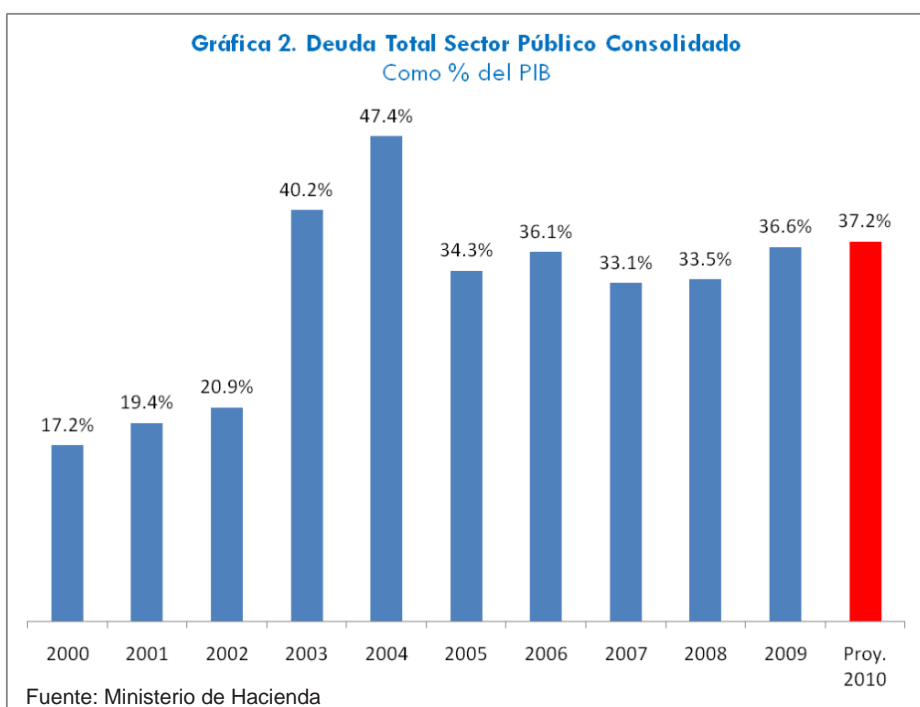
I.2 La deuda del Sector Público Consolidado

Uno de los errores más frecuentes que cometen, desde nuestra óptica, los analistas que han opinado sobre el tema de la deuda pública, es el de no descontar del total de la deuda del Sector Público Consolidado (SPC), los compromisos asumidos por el Gobierno al emitir bonos para la recapitalización del BCRD. Estos bonos representan una deuda contratada entre entidades públicas y no una deuda del sector público consolidado con acreedores, ya sea privados a nivel local o internacional o con otros gobiernos u organismos multilaterales. **En otras palabras, los bonos de recapitalización constituyen un pasivo para el Gobierno Central y un activo para el Banco Central, por tanto, sus variaciones cambian la composición de la deuda pública de una institución a otra pero bajo ningún concepto la aumentan.**

La medición correcta de la deuda total del SPC se realiza sumando a la deuda del SPNF, la deuda del BCRD tanto externa como interna, descontando luego el monto correspondiente a los bonos emitidos por el Ministerio de Hacienda para la recapitalización del BCRD, evitando de esta forma el error de doble contabilización en el que han incurrido los analistas que se han pronunciado sobre el tema recientemente. Según la Dirección General de Crédito Público, en su último informe al 31 de agosto, los bonos de recapitalización del BCRD alcanzaron RD\$82,741 millones, cifra que equivale a US\$2,241.5 millones al tipo de cambio vigente a esa fecha. Por otro lado, cifras del Banco Central muestran que a esa fecha la deuda externa de la institución ascendió a US\$803.5 millones y la deuda interna, que está representada por el stock de certificados emitidos presenta un monto equivalente a US\$5,537.1 millones.

Al sumar a las obligaciones del SPNF, los compromisos tanto internos como externos del BCRD y deducir el monto correspondiente a los bonos de recapitalización, **la Deuda Total del Sector Público Consolidado arroja como resultado US\$18,069.65 millones.** Si se proyecta esta deuda al cierre del año 2010, tal y como se expresa en la última carta de intención con el FMI **la deuda total del SPC sería de 37.2% del PIB**, apenas 0.6 puntos porcentuales por encima del monto registrado al cierre de 2009.

Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, durante la presente administración del Presidente Leonel Fernández, la deuda total del sector público consolidado se ha reducido en 10.2 puntos porcentuales con relación al nivel alcanzado durante la crisis bancaria de 2004.



Además de no descontar el monto correspondiente a los bonos de recapitalización con que el Ministerio de Hacienda documenta el pasivo heredado de la crisis 2003-2004, **es frecuente que se cometa otro error al realizar las proyecciones de la deuda para el cierre del año.** Este desliz consiste en sumar a la deuda estimada, el total que se espera arroje el déficit público al final del año corriente. Al hacer esto **no se toma en cuenta que la deuda calculada al 31 de agosto ya incluye el monto del déficit público del periodo enero-agosto, lo que constituye otra modalidad del error de doble contabilización, buscando, pensamos nosotros, abultar deliberadamente la deuda total.**

La forma correcta de incorporar los déficits fiscales a la medición de la deuda, según los manuales del Fondo Monetario Internacional y otros organismos internacionales, en el caso que nos ocupa, es sumar a la deuda del Sector Público Consolidado (SPC) solamente el déficit estimado para el periodo septiembre-diciembre, el cual, según nuestros cálculos basados en la meta de déficit de la carta de intención con el FMI, estaría en unos US\$432 millones. Con esta estimación, **la deuda del SPC para fin de año sería de aproximadamente US\$18,500 millones y no de casi US\$22,000 millones, como voluntaria o deliberadamente afirman algunos**

analistas que con frecuencia incurren en los errores previamente explicados, abultando la deuda en unos US\$3,500 millones (7% del PIB).

II. EL SERVICIO DE LA DEUDA Y SU SOSTENIBILIDAD

Algunos analistas, de forma deliberada y malintencionada han querido venderle a la opinión pública en general y a los grupos empresariales, que el servicio de la deuda pública, es decir los pagos de intereses y las amortizaciones de capital, que en el presupuesto de este año superaría el 40% de los ingresos tributarios, representaría una carga gravosa que limitaría la eficiencia del Gobierno en la ejecución del presupuesto.

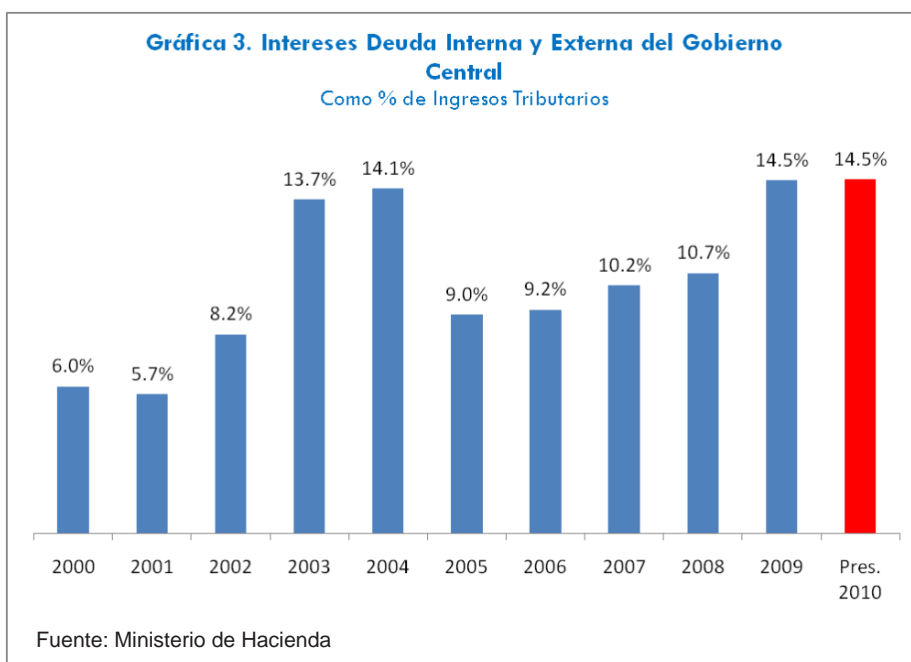
Estas consideraciones, sin embargo, se fundamentan **en un enfoque estático que ignora al menos tres aspectos de suma relevancia**, tanto para el análisis de sostenibilidad de la deuda pública en el tiempo, como para el manejo de tesorería del sector público que estos señores debieron tomar en consideración.

El primero de estos aspectos es que **el enfoque estático no toma en cuenta los ingresos de capital que entran a la economía para financiar el presupuesto anualmente** y que en los últimos cuatro años han promediado US\$1,320.5 millones. En segundo término, el enfoque adoptado por los analistas locales de la deuda, **asume implícitamente que economías pequeñas y abiertas como la dominicana deberían convertirse en exportadores netos de capital, cuando lo que debe ocurrir es todo lo contrario.** El tercer aspecto radica en que el análisis estático de la deuda por su enfoque cortoplacista, **tiende a ser miope obviando que el problema de la deuda es un tema de largo plazo** y que no debe ser enfocado a la luz de la coyuntura y de relaciones básicas, que presentadas de forma aislada venden una imagen distanciada de la situación real de la deuda pública.

El análisis de sostenibilidad de largo plazo debe basarse en un **enfoque dinámico** del servicio de la deuda que incorpore variables estructurales de la economía. En el caso concreto de la **República Dominicana**, por su naturaleza de economía pequeña y abierta así como por su condición de país importador de petróleo sujeto a presiones en las operaciones corrientes de la Balanza de Pagos, **necesita financiamiento para crecer de forma sostenida.** En ese sentido, una **estrategia óptima** de administración de deuda debe enfocarse en aprovechar plenamente el espacio que brinda la parte del servicio dedicada a amortizar el capital adeudado, para concertar y **garantizar al país desembolsos anuales de al menos igual magnitud que los pagos de amortizaciones** y que permitan seguir financiando el crecimiento sin alterar la sostenibilidad de la deuda.

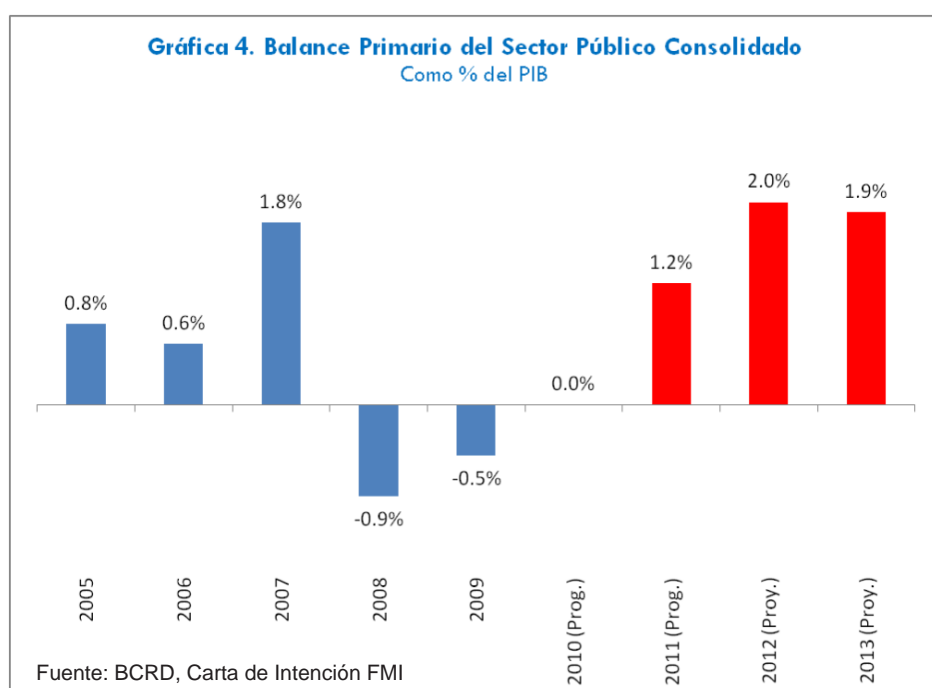
Bajo este esquema dinámico, **la parte del servicio de la deuda que representa un costo financiero, y que debería ser el foco de atención de los analistas, son exclusivamente los pagos de intereses, los cuales ascienden a un nivel perfectamente manejable de 14.5% de los ingresos tributarios en el Presupuesto de 2010.**

¿Cómo es posible que alegremente estos analistas se atrevan a afirmar, sin medir las consecuencias para la economía, que con este nivel de costo financiero efectivo en el presupuesto, el Gobierno estaría llevando al país a un callejón sin salida?



Es importante que los agentes económicos y el público en general no se dejen confundir por estos enfoques errados. Metodológicamente, las estimaciones de sostenibilidad que realizan los organismos especializados en materia de deuda no se concentran exclusivamente en el servicio de la deuda total o en la amortización de capital, tanto externa como interna. La variable clave para la sostenibilidad es el pago de intereses que representa el costo financiero efectivo a que está contratada la deuda. La variación de la deuda entre un año y otro será siempre igual a esos pagos de intereses más el déficit primario del Gobierno Consolidado. En otras palabras, en términos absolutos, la deuda crecerá en un monto similar al pago de intereses en un año determinado más la brecha fiscal que se tenga en el Balance Primario del Gobierno.

De este análisis se deduce que si los pagos de intereses bajan o el balance primario obtenido es positivo, la variación de la deuda será menor. Solo falta un elemento para completar el cálculo de sostenibilidad de la deuda. Ese elemento es la relación que existe entre la tasa de interés real del promedio del stock de deuda y la tasa de crecimiento real de la economía. En la medida que la tasa de crecimiento real de la economía sea mayor que la tasa de interés real promedio de la deuda y que el Gobierno genere un superávit primario, la relación deuda/PIB caerá, fortaleciendo el nivel de solvencia de la economía. Esto es precisamente lo que se persigue en el Programa Monetario del BCRD en el marco del Acuerdo Stand-By con el FMI.



Con la irrupción de la crisis financiera mundial, República Dominicana al igual que otros países de la región, adoptó políticas fiscales expansivas, lo que dió como resultado un balance primario del SPNF negativo en 2008 y 2009. No obstante, se espera que para el cierre de 2010 el déficit primario desaparezca, convirtiéndose en un superávit en los años siguientes. La estrategia de política fiscal contemplada en la carta de intención con el FMI, llevaría en 2011 y 2012 a superávits primarios en torno a 1.2% y 2.0% del PIB, respectivamente. Como resultado de este excedente primario, la deuda del Sector Público Consolidado como proporción del PIB se reduciría a los niveles pre-crisis para el año 2014 y continuaría disminuyendo a niveles por debajo de 30% del PIB en el mediano plazo. **Estos son los argumentos fundamentales que demuestran la sostenibilidad de la deuda pública dominicana en el tiempo.**

En los últimos seis años el tamaño de la economía dominicana, medido a través del PIB nominal, se ha más que duplicado pasando de US\$22,608.7 millones en 2004 a un estimado de US\$49,721.5 millones para el cierre de 2010. En igual periodo, la deuda pública total ha crecido en una proporción significativamente menor al crecimiento del producto al pasar de US\$10,727.0 millones a aproximadamente US\$18,500 millones. Mientras el tamaño de la economía creció 120% en el período 2005-2010, la deuda creció en 72.5%, lo que demuestra que no ha habido un sobre-endeudamiento con respecto a la dinámica de la economía en igual período.

En el largo plazo la deuda puede crecer, pero debe hacerlo a un ritmo que esté en línea con la expansión de la actividad económica interna.

La opinión de los inversionistas internacionales sobre la sostenibilidad de la deuda pública dominicana parece coincidir con lo presentado en este Comunicado. Moody's, una de las calificadoras más importantes en los mercados globales, mejoró recientemente el riesgo país en moneda extranjera de República Dominicana de B2, nivel donde se mantenía desde 2007, a B1. Para Standard & Poor's, otra de las más reputadas calificadoras internacionales, la perspectiva de República Dominicana fue mejorada, en mayo pasado de "estable" a "positiva". De alguna forma, los mercados financieros internacionales no perciben que exista un "problema de deuda" en la economía dominicana, como han querido plantear los analistas locales sobre el tema.

Las decisiones económicas privadas que hacen avanzar las economías requieren de credibilidad en las políticas públicas y de un entorno de estabilidad macroeconómica, que sólo es posible cuando los agentes económicos están correctamente informados. En la medida que esas expectativas estén condicionadas por opiniones que lleven nerviosismo, confusión y desconfianza, como es el caso del debate actual sobre la deuda pública y su sostenibilidad, la falta de confianza de los agentes privados los llevaría a tomar decisiones ineficientes lo que redundaría en perjuicio de la economía y de toda la sociedad dominicana.

En línea con lo afirmado por el Presidente de la República Dr. Leonel Fernández y por el Ministro de Hacienda Lic. Vicente Bengoa en torno a la sostenibilidad y la relación deuda/PIB, no se trata de tener cero-deuda sino financiarse de forma sostenible y que contribuya al crecimiento económico del país. En los últimos años, sin lugar a dudas, República Dominicana ha logrado esto, lo que le ha permitido ocupar un puesto cimero entre las economías de mayor crecimiento en la región. Los esfuerzos de los analistas por mostrar una situación fiscal o de deuda insostenible, deberían dirigirse a reflexionar sobre las fuerzas que contribuyen al crecimiento económico. De esta manera, se evitarían pugnas recurrentes que podrían afectar las expectativas y se propiciaría un ambiente de armonía para un crecimiento sostenido que permita reducir el desempleo, la pobreza y aumentar el bienestar de los dominicanos.



www.bancentral.gov.do