

DINERO

Desahorro del 30% versus Inversión de RD\$40,000 millones



ANDRÉS DAUHAJRE HIJO
Fundación Economía y Desarrollo, Inc.

Para pagar los vencimientos de la deuda y financiar el déficit del sector público no financiero del 2020, el Congreso aprobó un Presupuesto que incluía un financiamiento por RD\$246,296 millones. Todos los estimados pre-Covid han colapsado. Al igual que el 99% de los gobiernos del mundo, el nuestro ha impuesto las medidas de distanciamiento social recomendadas por los expertos en pandemia para aplanar la curva de contagio y evitar la saturación del sistema sanitario. Al darse un sabático a la mayoría de las actividades económicas, el Gobierno ha tenido que transferir dinero a cientos de miles de trabajadores y hogares a los cuáles se les ha pedido quedarse en casa.

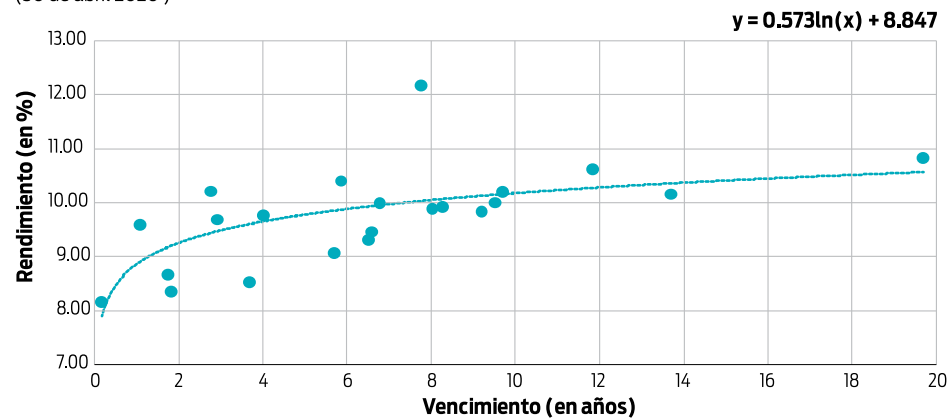
El aumento previsto en el gasto del gobierno para moderar la caída del consumo ha sido estimado en unos RD\$48,000 millones, equivalente a 1.1% del PIB, monto que subiría si se extiende el período de transferencias directas hasta junio y se adoptan nuevas medidas de asistencia social. Una parte de este aumento, sería cubierto con recursos liberados por menos gastos en inversión pública y que el FMI estima en RD\$21,000 millones. El esfuerzo del Gobierno dominicano es prudente y moderado si lo comparamos con el 11% del PIB que se está ejecutando en Perú y el 4.7% en Chile. ¿Por qué? Porque el Presidente Medina ha considerado que niveles de impulso fiscal como los de Perú y Chile, generarían un déficit imposible de ser financiado sin poner en riesgo la sostenibilidad de la deuda pública y la estabilidad macroeconómica.

Mientras esto sucede, las recaudaciones de ingresos tributarios se han desplomado. El Presupuesto del 2020 estimó para enero-abril del 2020 que la DGII recaudaría RD\$192,939 millones. Apenas recaudó RD\$145,239 millones, arrojando una merma de RD\$47,700 millones. En el caso de Aduanas, las recaudaciones reales quedaron RD\$9,485 millones por debajo de lo estimado. En las dos principales direcciones de recaudación, la baja de ingresos en el primer cuatrimestre del año, con relación al estimado, fue de RD\$57,185 millones.

Es por eso que el FMI, en su nota reciente sobre el impacto del Covid-19 en la economía dominicana, ha señalado que el déficit del sector público no financiero para el 2020, que antes del Covid-19 había sido proyectado en 3.1% del PIB, posiblemente alcanzará 4.9% del PIB.

Curva de rendimiento para los bonos domésticos de hacienda

(30 de abril 2020)



Infografía: José M. Medrano

Ese aumento en el déficit de 1.8% del PIB, forzaría al Gobierno a obtener RD\$84,222 millones adicionales de financiamiento, lo que llevaría las necesidades brutas de financiamiento del 2020 a RD\$330,518 millones: RD\$228,000 millones para financiar el déficit del sector público no financiero y RD\$102,518 millones a pagar amortizaciones de la deuda pública.

Al 30 de abril del 2020, si incluimos dentro de los desembolsos de financiamiento, la línea de crédito para emergencias de US\$150 millones del Banco Mundial, el Gobierno ha recibido financiamiento por RD\$166,904 millones, quedándole por obtener RD\$79,392 millones en relación al monto total aprobado el Presupuesto del 2020 y RD\$163,614 millones en relación a la eventual reformulación que tendrá que ser sometida a la aprobación del Poder Legislativo.

El Ministerio de Hacienda, desde finales de marzo, comenzó a evaluar las opciones. Una alternativa era ir al mercado global de capitales con una emisión de bonos soberanos por US\$1,000 millones. El Gobierno recibió propuestas de bancos globales de inversión para incursionar en el mercado, pero optó por no hacerlo. Las primas de riesgo asignadas por los inversionistas a la deuda soberana de todas las economías emergentes se habían disparado luego de los lúgubres pronósticos sobre las caídas del crecimiento del PIB y de los ingresos de divisas en esas economías. El bono a 10 años que en enero del 2020 Hacienda colocó con un rendimiento de 4.60%, mostraba a final de abril un rendimiento de 6.80%, 220 puntos básicos más alto. Con una depreciación esperada para los próximos 12 meses de 6%, el costo en pesos que pagaría el Gobierno por un nuevo bono a 10 años o la reapertura del emitido en enero, se acercaría al 13%.

Teniendo en cuenta que el financiamiento buscado era para financiar la mayor intensidad que el Gobierno pondría en sus programas sociales, el desarrollo de infraestructuras y fomentar la recuperación económica post-crisis de emergencia nacional, Hacienda consideró que, dada la incertidumbre prevalente en el mercado global de capitales, lo recomendable era incursionar en

el mercado doméstico.

Hacienda emitió RD\$40,000 millones en bonos, distribuidos de la siguiente manera: RD\$10,000 millones a 20 años con un cupón de 10.875%; RD\$10,000 millones a 20 años con un cupón de 10.875% cuyos ingresos se destinarían a proyectos de infraestructura; RD\$10,000 millones a 15 años con un cupón de 10.25%; y RD\$10,000 millones a 10 años con un cupón de 10.00%. Para realizar la compra, las AFPs solicitaron al Banco Central la redención anticipada de 12 certificados de inversión del Banco Central en poder de las AFPs, que vencían entre noviembre del 2021 y enero del 2025, y tenían un valor de mercado de RD\$40,000 millones. Las AFPs transfirieron los pesos recibidos del Banco Central a la cuenta de la Tesorería Nacional en el Banco de Reservas, entidad que a su vez los depositó en una cuenta del Gobierno Central en el Banco Central, para que el primero los vaya utilizando de acuerdo a las necesidades de liquidez que vaya teniendo. Hasta ahora, el Gobierno no ha girado contra esos recursos.

Los 12 certificados de inversión liquidados por las AFPs en el Banco Central, tenían un vencimiento promedio ponderado de 2.26 años y un rendimiento promedio ponderado de 8.91%. Con los RD\$40,000 millones de la redención de esos 12 certificados, las AFPs compraron 4 bonos de Hacienda con un vencimiento promedio ponderado de 16.25 años y un rendimiento promedio ponderado de 10.50%. Observando la curva de rendimiento del 30 de abril del 2020 para todos los bonos domésticos de Hacienda, se percibe que la operación realizada está completamente fundamentada en los rendimientos de mercado y vencimientos sugeridos por dicha curva. Para un bono con vencimiento de 2.26 años, la curva indica un rendimiento de 9.32%; para otro de 16.25 años, marca 10.45%. El "canje" de los certificados del Banco Central por los de Hacienda, respetó las señales del mercado del día previo a la operación.

¿Ganaron las AFPs con esta operación? Absolutamente nada, pues la comisión que cobran de 1.20% sobre el balance es independiente de la participación en el mismo que tengan los certificados del Ban-

co Central y los bonos de Hacienda. Luego de la operación, los bonos de Hacienda en el balance de los fondos de pensiones administrados subieron en RD\$40,000 millones mientras los certificados del Banco Central bajaron en ese mismo monto.

¿Ganó el Gobierno con esta operación? Absolutamente nada. Ha tenido que endeudarse, incurriendo en un costo adicional de intereses ascendente a RD\$4,200 millones, para transferir recursos a cientos de miles de trabajadores que necesitan de un ingreso mientras se mantengan las medidas de distanciamiento social, intensificar los programas de asistencia social y financiar la reactivación económica que se requerirá en las próximas semanas. Reitero, en contraste con los de otros países de la región, el Gobierno dominicano ha sido prudente y cauteloso. Si hubiese querido rentar políticamente la pandemia, como señalan algunos, habría aumentado el gasto público en 4% del PIB, dándole no menos de 11,000 pesos mensuales a todos los trabajadores y hogares de bajos ingresos durante 4 meses.

¿Ganaron los trabajadores? Dado que los certificados del Banco Central con rendimiento ponderado promedio de 8.91% anual que los trabajadores tenían en su cuenta de pensiones, fueron canjeados por bonos de Hacienda que pagarán en promedio 10.50% anual, la rentabilidad que obtendrán los trabajadores en sus cuentas de capitalización, aumentará en RD\$636 millones al año. En adición a esa mayor rentabilidad, la operación mantiene intacto el ahorro de los trabajadores, contrario a la operación de retiro del 30% de los fondos de pensiones que han planteado y defendido algunos diputados y practicantes del "flip-flop" y que, según los presidentes de las principales centrales sindicales del país, Pepe Abreu de la CNUS, Gabriel del Río de CASC y Jacobo Ramos de la CNTD, "es un engaño para que los trabajadores paguen la crisis".

¿Generará presiones inflacionarias el uso gradual de los RD\$40,000 millones? En la medida que se vayan utilizando, las presiones podrían surgir si el crecimiento de los agregados monetarios no es moderado, con medidas de contrapeso, por la Autoridad Monetaria. Lo que si está claro es que, en comparación con la propuesta populista, absurda y "engañosa" de "aportarle" a los trabajadores el 30% de sus propios ahorros para pensiones, generando una inyección de liquidez en la economía de RD\$175,000 millones, el impacto inflacionario de la operación ejecutada de los RD\$40,000 millones sería mínimo. ¿Algún supuesto no revelado en el modelo? Sí. Estoy asumiendo que Héctor Valdez Albizu continuará en el Banco Central. Si lo cambian, el modelo se limita a decir: "adjust the cap up for inflation and devaluation levels" •

Los artículos de Andrés Dauhajre hijo en **elCaribe** pueden leerse en **www.lafundacion.do**.