

¿CUÁNTO MÁS PUEDE ENDEUDARSE VENEZUELA?

Homero Gutiérrez Fermín y José Manuel Puente

El problema de la deuda pública venezolana no está tanto en su magnitud como en su tasa de crecimiento; particularmente en los últimos años, aun con los mayores precios del petróleo que haya recibido la economía. De continuar este ritmo de endeudamiento, las finanzas públicas podrían mostrar claros síntomas de insostenibilidad y colapso en próximos años.

EL TAMAÑO y la sostenibilidad de la deuda pública venezolana han despertado múltiples controversias, debido a su acelerado crecimiento, en medio del mayor auge de precios del petróleo que haya vivido la economía venezolana. Si bien es cierto que los indicadores tradicionales de medición del endeudamiento muestran un crecimiento acelerado en los últimos años, las magnitudes todavía se encuentran muy por debajo de los de otros países de la región y de las que desataron la crisis en varios países europeos. Pese a ello, algunos analistas señalan con insistencia que la deuda ha alcanzado grandes magnitudes y que su crecimiento es insostenible. Sin embargo, también es cierto que los altos precios del petróleo han ampliado la capacidad de endeudamiento del sector público, tanto con respecto al producto interno bruto (PIB) como en términos de las exportaciones. Por lo tanto, la principal interrogante continúa siendo cuál es la verdadera capacidad de endeudamiento de la República.

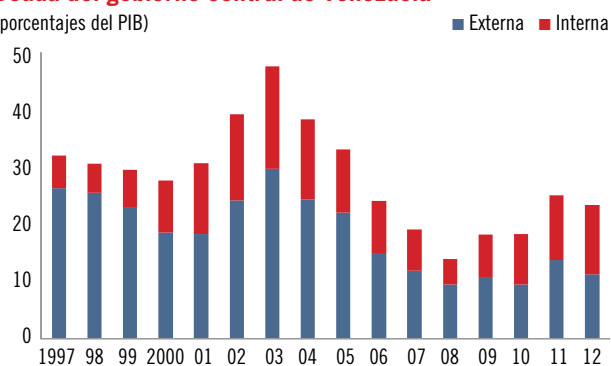
La deuda venezolana en el contexto latinoamericano

El endeudamiento del gobierno central se ubicó en 18,4 por ciento del PIB en 2010, que puede ser considerado uno de los menores de América Latina. Solo Chile y Paraguay reportaron un porcentaje inferior en ese año. En cuanto a la composición de la deuda del gobierno central, Venezuela mostró un equilibrio entre deuda externa e interna: 9,5 y 8,9 por ciento del PIB, respectivamente. Pese al crecimiento de los pasivos financieros entre 2011 y la primera mitad de 2012, la razón de endeudamiento se ubicó en 23,4 por ciento, que continúa siendo baja comparada con las de otros países latinoamericanos y algunos países de la Unión Europea, que actualmente protagonizan un episodio de crisis de deuda.

Homero Gutiérrez Fermín, economista egresado de la Maestría en Finanzas del IESA.
José Manuel Puente, profesor de economía en el IESA.

Deuda del gobierno central de Venezuela

(porcentajes del PIB)



Nota: las cifras de 2012 corresponden al primer semestre.

Fuentes: Ministerio de Planificación y Finanzas

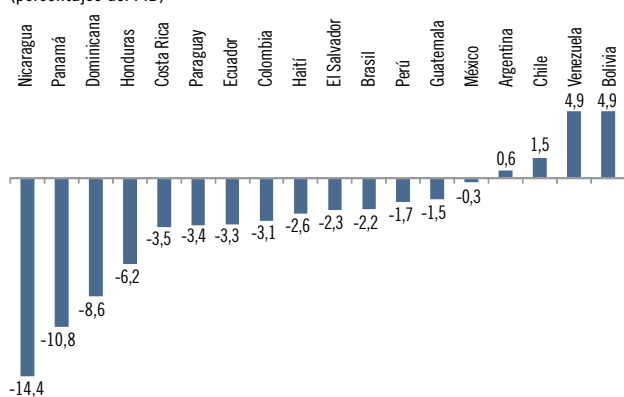
(www.mpf.gob.ve) y Banco Central de Venezuela (www.bcv.org.ve).

Venezuela fue el país latinoamericano que realizó mayores emisiones de deuda externa durante 2011. Si se incluyen las emisiones de Petróleos de Venezuela (Pdvsa), el monto representa el 53,9 por ciento del total emitido en América Latina; es decir, Venezuela emitió la misma cantidad de deuda externa que la suma del resto de estos países. Esta cifra no deja de alarmar, en un escenario favorable de los mercados internacionales de materias primas; en especial para Venezuela, que es el principal exportador de petróleo del continente. Por ello, la tasa de crecimiento de la deuda constituye el principal elemento de preocupación sobre la sostenibilidad fiscal de Venezuela, aunque se mantenga como uno de los países de menor endeudamiento con respecto al tamaño de su economía y al monto de sus exportaciones.

El endeudamiento del gobierno central no representaría una amenaza, si se considera que Venezuela es uno de los pocos países de América Latina que reporta un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (4,9 por ciento del PIB), como resultado de los altos precios del petróleo en los mercados internacionales y las restricciones vigentes en el mercado cambiario desde 2003. Este favorable resultado en la cuenta corriente garantizaría, en principio, la capacidad de pago del gobierno central debido a las mayores ventas de bienes y servicios al resto del mundo en contraste con las compras y pagos que realiza la República. De hecho, Venezuela, en el 2012, podrá atender su servicio de deuda con el 15 por ciento de su ingreso bruto por exportaciones petroleras proyectadas.

Resultados en cuenta corriente de países latinoamericanos en 2010

(porcentajes del PIB)



Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, abril 2012.

Evolución reciente, composición y perfil de amortización de la deuda

Las deudas de los diferentes organismos que componen el sector público han crecido en los últimos años. Las causas son diversas y responden a un conjunto de distorsiones y factores institucionales propios de la economía venezolana. La debilidad institucional y la pérdida de relevancia de las leyes de presupuesto para la administración de los gastos han conducido a la frecuente necesidad de recurrir a leyes de endeudamiento complementarias, destinadas a cubrir la gestión fiscal y a encubrir operaciones de endeudamiento mediante la constitución de fondos cuasifiscales; por ejemplo, el Fondo Conjunto Chino Venezolano y el Préstamo de Gran Volumen suscrito con China. Paralelamente se ha recurrido a la emisión de títulos denominados en divisas para sostener la oferta de divisas del Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (Sitme), un instrumento que sirvió hasta febrero de este año para hacer política fiscal y monetaria.

Deuda del gobierno central

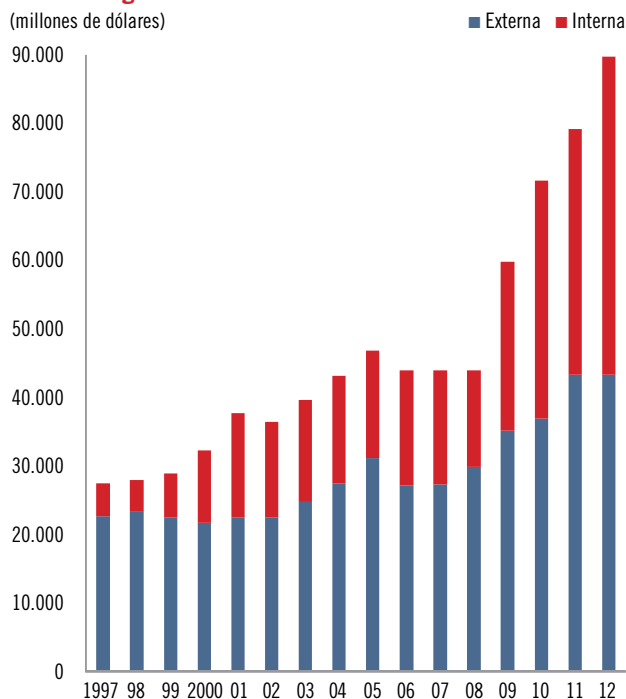
El gobierno central inició una acelerada dinámica de endeudamiento a partir de 2009, cuando la cotización de la cesta petrolera venezolana experimentó un abrupto retroceso de 34,7 por ciento, que interrumpió la tendencia creciente del precio del petróleo desde 2004. Con los crecientes precios del petróleo entre 2004 y 2008, en ausencia de mecanismos efectivos de ahorro y estabilización, se elevó el gasto del gobierno central en 216 por ciento. La «inesperada» caída de los precios de 2009 y la usual rigidez del gasto incrementaron las necesidades de financiamiento del gobierno central: contrató deuda por montos superiores al previsto en la Ley de Endeudamiento de 2009, una práctica que se repetiría en 2011 y 2012. En 2009, la Asamblea Nacional aprobó las modificaciones de las leyes de Administración Financiera del Sector Público y Presupuesto: se incrementó en tres puntos la cuota del impuesto al valor agregado, se rebajaron los gastos en 6,7 por ciento y la producción petrolera se ubicó en 3,17 millones de barriles diarios, con un precio de cuarenta dólares por barril. Igualmente, el órgano legislativo aprobó un proyecto de Ley Especial de Endeudamiento Complementaria que permitía cubrir los gastos de gestión presupuestaria con emisión de deuda, hasta por la cantidad de 22.000 millones de bolívares fuertes o su equivalente en divisas a la tasa de cambio oficial.

El precio del petróleo recuperó la tendencia creciente a partir de 2010. Sin embargo, el gobierno central mantuvo su acelerado ritmo de endeudamiento durante el año. Esto se explica por la merma y el estancamiento de la recaudación fiscal petrolera, como resultado del crecimiento de las contribuciones sociales de Pdvsa y la promulgación de la Ley de Contribuciones Petroleras Extraordinarias de 2011, así como su posterior reforma en 2012, lo cual condujo a mayores transferencias de la petrolera estatal hacia el Fondo de Desarrollo Nacional (Fonden). Al cierre del primer semestre de 2012, la deuda del gobierno central se ubicó en 89.931 millones de dólares (473.406 millones de bolívares a la nueva tasa de cambio oficial de 6,30 bolívares por dólar): un incremento de 104 por ciento con respecto a lo registrado en 2008.

La estrategia de endeudamiento se ha basado principalmente en la colocación de títulos de deuda interna, impulsada por los menores costos del financiamiento interno en comparación con los elevados rendimientos exigidos a la República en el mercado internacional, dado el alto riesgo país de Venezuela (el mayor del continente). Las reducidas alternativas de inversión en el mercado local, como conse-

Deuda del gobierno central

(millones de dólares)



Nota: las cifras de 2012 corresponden al primer semestre.

Fuentes: Ministerio de Planificación y Finanzas (www.mpf.gob.ve)-

cuencia del control de cambios vigente desde 2003, han dejado a los bonos de Deuda Pública Nacional como uno de los pocos activos disponibles en el mercado. De hecho, el control de cambios ha generado excedentes de liquidez que aseguran la absorción de la deuda que emite la República. Esta es una de las virtudes del esquema cambiario adoptado, a pesar de las distorsiones que genera en el mercado cambiario y en los precios relativos de la economía un control de cambios con tasas múltiples apreciadas. El gobierno ha podido disponer de un amplio espacio financiero para la colocación de títulos en moneda local, incluso con rendimientos inferiores a la inflación y a plazos más largos.

También se realizaron emisiones importantes en títulos denominados en divisas, cuyo principal propósito era mantener un mecanismo alternativo de oferta de divisas al mercado local, lo que representó un elevado costo en términos de los cupones ofrecidos para sostener el objetivo de tipo de cambio implícito en esas operaciones. La mayor propensión a levantar recursos mediante la colocación de deuda interna cambió la tradicional estructura de la deuda a favor de pasivos en moneda local. Al cierre del primer semestre de 2012, el 52 por ciento de la deuda está denominado en moneda local.

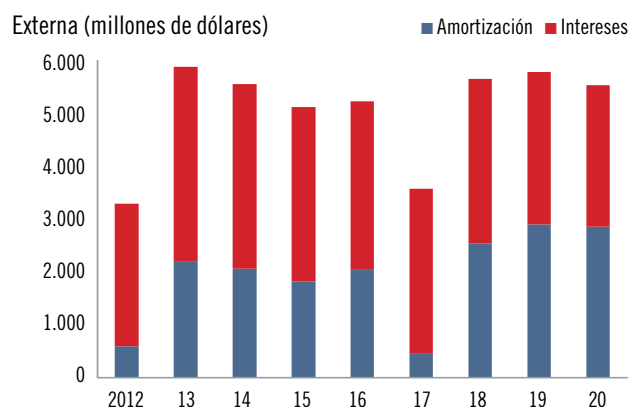
El endeudamiento del gobierno central no ha producido, hasta la fecha, concentraciones importantes de vencimientos que puedan anticipar un riesgo de suspensión de pagos a corto plazo. Pero el monto de los pagos de intereses ha superado el monto de los vencimientos, lo que refleja el costo de colocar deuda a plazos más largos. En cuanto a la deuda externa, el servicio (capital e intereses) se ubica por debajo de los 6.000 millones de dólares anuales hasta 2020, lo que representa 6,5 por ciento de las exportaciones petroleras de 2012. Por su parte, el servicio de deuda interna alcanzaría un máximo de 46.000 millones de bolívares en el mismo período, lo que representaría el 23,9

por ciento de la recaudación del Servicio Nacional Integrado de Administración Aduanera y Tributaria (Seniat) en 2012. En el presupuesto de 2012, el servicio de deuda se triplicó con respecto a 2010: pasó de 25.002 millones de bolívares a 78.250 millones, que representa un 20 por ciento del gasto total para 2012. Esta cifra es claramente una consecuencia de la alta tasa de crecimiento del endeudamiento de los últimos años y el alto costo financiero que está pagando la deuda venezolana.

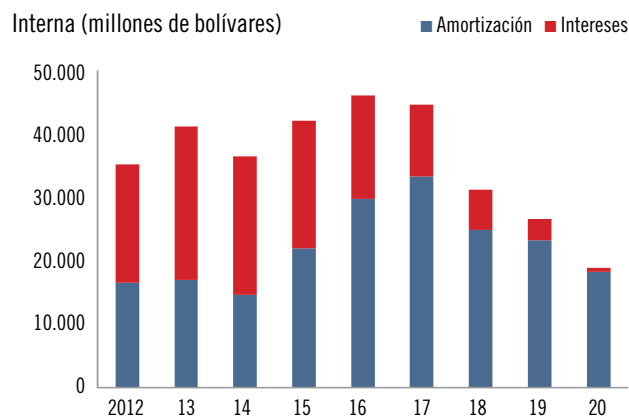
Todavía las cifras del servicio de la deuda son manejables a los actuales precios del petróleo. Sin embargo, un entorno petrolero adverso obligaría a tomar nueva deuda para cancelar capital e intereses, lo que supondría un mayor crecimiento de la deuda y comprometería la capacidad de pago en un corto período.

Servicio de la deuda del gobierno central

Externa (millones de dólares)



Interna (millones de bolívares)



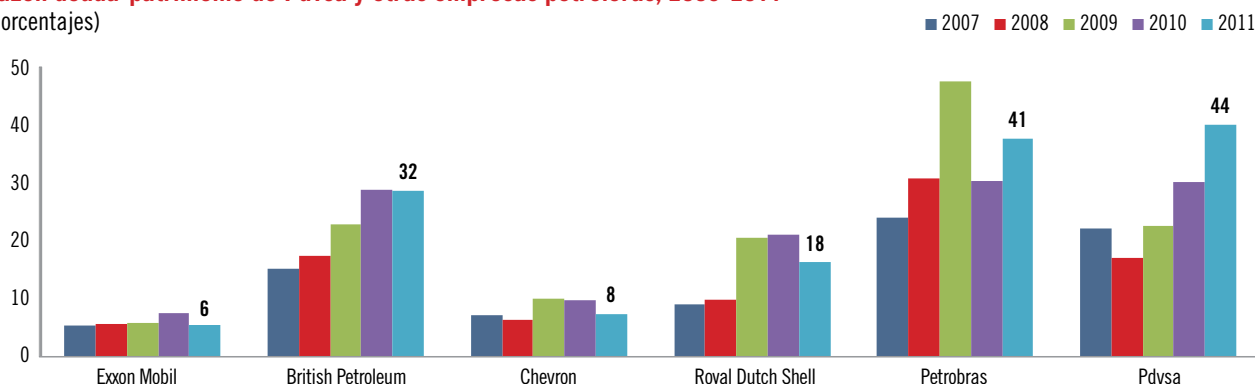
Fuente: Ministerio de Planificación y Finanzas (www.mpf.gob.ve).

Deuda de Pdvsa y otros fondos

Pdvsa es otro gran emisor de deuda de la nación. Los compromisos sociales impuestos a la petrolera estatal y las leyes de contribuciones especiales petroleras han presionado el flujo de caja de Pdvsa y la han obligado a recurrir a operaciones de endeudamiento, mediante emisiones de títulos en divisas en el mercado local y préstamos bilaterales con China y Rusia, así como con instituciones financieras internacionales y nacionales del sector público. A diferencia del gobierno central, que presenta cifras favorables con respecto a otros países de América Latina, el acelerado endeudamiento de Pdvsa ha deteriorado sus razones de deuda a patrimonio hasta ubicarse en 44 por ciento en 2011, por encima de una muestra de empresas petroleras de similar tamaño. Esta cifra no incluye la deuda que mantiene

Razón deuda-patrimonio de Pdvsa y otras empresas petroleras, 2008-2011

(porcentajes)



Nota: la información de Pdvsa no incluye deuda con el Banco Central de Venezuela.

Fuentes: estados financieros de Pdvsa, varios años.

Pdvsa con el Banco Central de Venezuela (BCV), de alrededor de 103.453 millones de bolívares según cifras del BCV, lo que ubicaría la razón deuda patrimonio en 76,2 por ciento al cierre de 2011. Por ello, en el caso particular de la petrolera estatal, la deuda sí pareciera estar alcanzando magnitudes preocupantes, aunque las devaluaciones del tipo de cambio oficial, como la de febrero de 2013, reducen proporcionalmente el peso de la deuda con el BCV en el balance de Pdvsa.

Tampoco se pueden omitir la deuda contraída mediante los diversos convenios suscritos con China (que compromete suministro petrolero y flujo de caja de Pdvsa, y merma la capacidad de pago de la República), las recientes emisiones de deuda del Fonden y el Fondo Simón Bolívar en el mercado local, ni la deuda no documentada (otras obligaciones), deuda por prestaciones sociales, deuda con pensionados y otras deudas difusas. La incorporación de estas deudas del gobierno podría cambiar radicalmente los coeficientes de deuda de la República con claras implicaciones en términos de sostenibilidad fiscal.

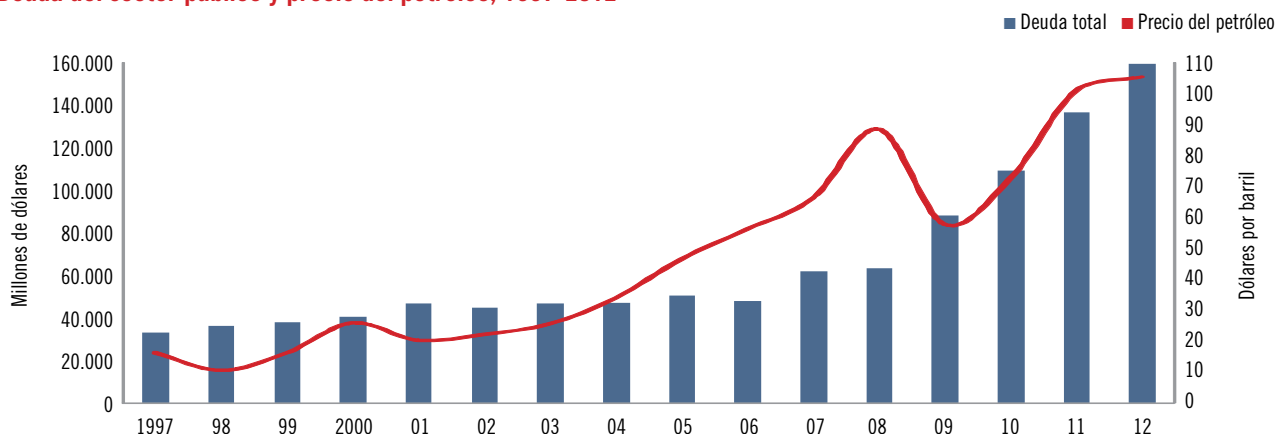
Crece el endeudamiento con altos precios del petróleo

La deuda del sector público venezolano se ubicó en el equivalente a 136.841 millones dólares (44,6 por ciento del PIB) al cierre de 2011, lo que constituye un incremento de 185 por ciento en comparación con los 48.001 millones (26,2 por ciento del PIB) adeudados en 2006. Ese monto incluye la deuda interna y externa del gobierno central, la deuda de Pdvsa

y los préstamos recibidos bajo los acuerdos bilaterales suscritos con China. Luego de mantenerse relativamente estable entre 1997 y 2004, el endeudamiento público experimentó un rápido aumento entre 2006 y 2011, coincidiendo con un favorable mercado petrolero que llevó la cotización de la cesta venezolana a promediar 101,03 dólares por barril en 2011, en contraste con los 34 dólares registrados en 2004.

A primera vista resulta paradójico que el significativo ascenso del precio del petróleo en los mercados internacionales vaya acompañado de un acelerado crecimiento de los pasivos financieros del sector público venezolano entre 2006 y 2011, contrastando con la relativa estabilidad que habían mostrado entre 1997 y 2004 con precios del petróleo sustancialmente menores. Ahora bien, los mayores precios se tradujeron en una expansión de similar magnitud de la capacidad de pago de la República, lo que sería un factor clave para explicar ese inesperado desempeño de la deuda pública. El impacto del precio del petróleo se aprecia en la reducción sostenida del peso del servicio de la deuda externa con respecto a las exportaciones totales y el tamaño de deuda pública con respecto al PIB a partir de 2004, cuando los precios comenzaron su vertiginoso ascenso.

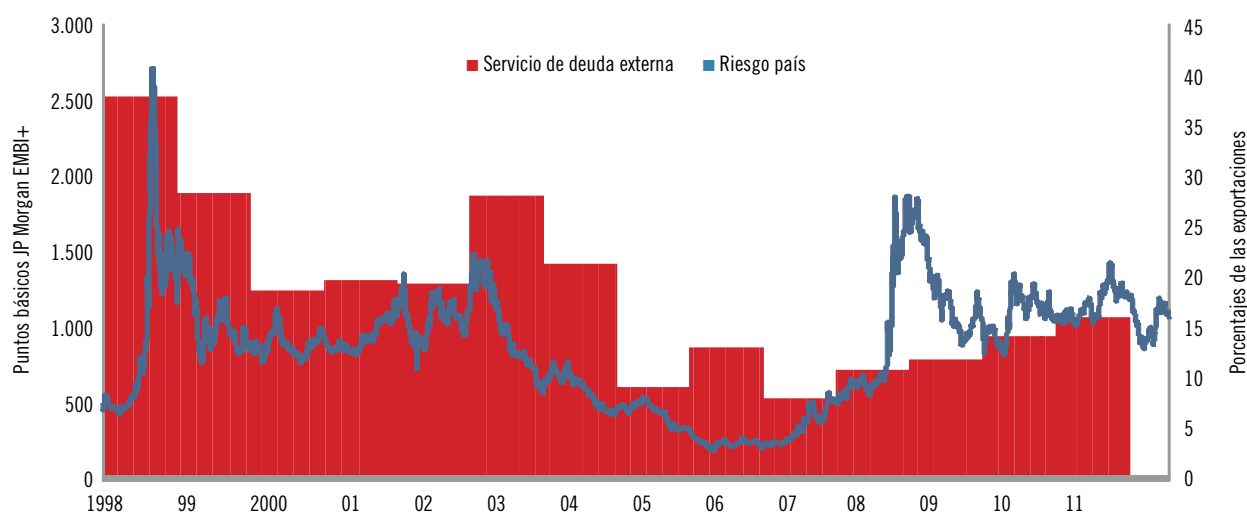
La estabilidad mostrada por la deuda del sector público puede ser explicada por el hecho de que el bajo precio del petróleo limitaba la capacidad de pago y en consecuencia aumentaba la resistencia de los mercados a incrementar sus empréstitos con la República, lo que se habría traducido en

Deuda del sector público y precio del petróleo, 1997-2012

Nota: las cifras de 2012 corresponden al primer semestre.

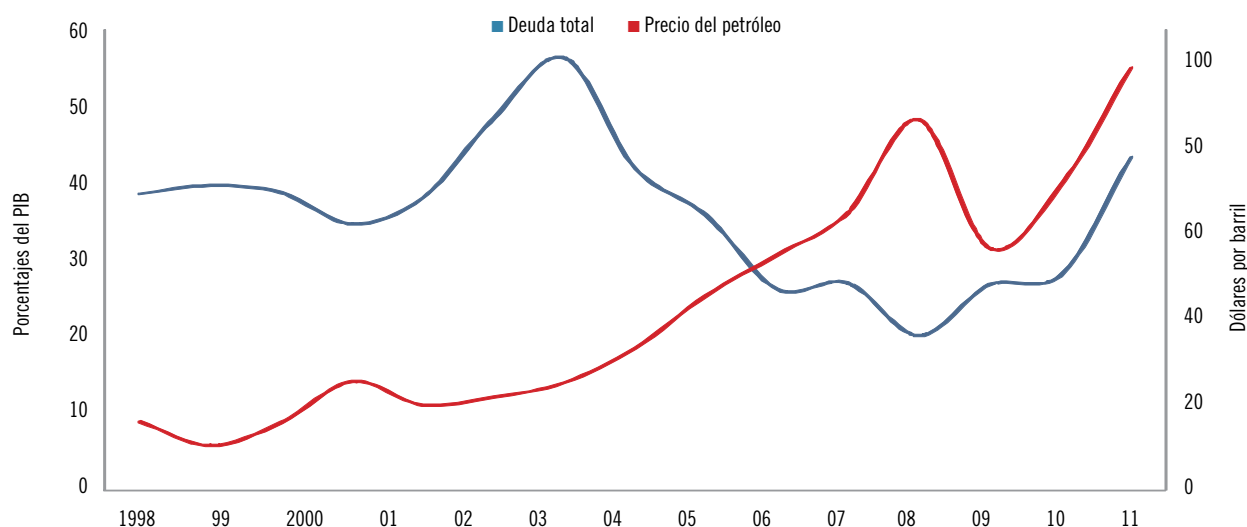
Fuentes: Ministerio de Planificación y Finanzas (www.mpf.gob.ve) y Banco Central de Venezuela (www.bcv.org.ve).

Riesgo país y servicio de deuda externa, 1998-2011



Fuentes: Bloomberg (www.bloomberg.com), Banco Central de Venezuela (www.bcv.org.ve) y Ministerio de Planificación y Finanzas (www.mpf.gob.ve).

Peso de la deuda del sector público y precio del petróleo, 1997-2011



Fuentes: Banco Central de Venezuela (www.bcv.org.ve) y Ministerio de Petróleo y Minería (www.menpet.gob.ve).

un racionamiento del crédito. La limitada capacidad de pago de la República entre 1997 y 2004 se evidenció en el gran peso del servicio de deuda pública externa con respecto a las exportaciones totales, que oscilaba alrededor del veinte por ciento. Esto se tradujo en una alta tasa de riesgo país (alrededor de 1.000 puntos básicos), lo que implicaba un alto costo para los nuevos financiamientos. Sin embargo, el racionamiento del crédito externo fue rápidamente compensado por el Ejecutivo mediante la aceleración de la colocación de títulos de deuda en moneda local, lo que llevó a triplicar el monto de la deuda interna entre 1997 y 2004.

La mejora en los indicadores de sostenibilidad de la deuda, junto con el debilitamiento institucional, le habría abierto las puertas al Ejecutivo para adelantar una política fiscal expansiva, sostenida con endeudamiento, así como la activa utilización del endeudamiento para frenar las presiones en el mercado cambiario, mediante la colocación en el

mercado local de títulos denominados en divisas por parte de Pdvsa y la República. Los altos precios del petróleo, lejos de frenar las necesidades de financiamiento del sector público, se convirtieron en un aval para la expansión de la deuda del gobierno venezolano. No obstante, esta política ubicó nuevamente la razón de deuda sobre el PIB por encima del cuarenta por ciento, lo que constituye una clara advertencia de la insostenibilidad de la política fiscal, de mantenerse la tasa de crecimiento de la deuda.

Estos datos parecen indicar que el problema central de la deuda pública venezolana no está tanto en la magnitud de la deuda total, sino en su tasa de crecimiento; particularmente en los últimos años, en medio del mayor auge de precios del petróleo que haya vivido la economía venezolana. De continuar este ritmo de crecimiento del endeudamiento, las finanzas públicas venezolanas podrían dar claros síntomas de insostenibilidad y colapso en próximos años. ■