

En medio de la bonanza petrolera, el riesgo país aumenta

¿QUÉ SABEN LOS MERCADOS QUE NOSOTROS NO SABEMOS?

Samuel Malone y José Manuel Puente

¿Ocurrirá una devaluación? ¿Cuándo será? Mucho debate ha suscitado este tema, junto con los problemas asociados a las restricciones de dólares preferenciales, la alta y persistente inflación, la caída del cambio paralelo y las emisiones de deuda del Gobierno y el alto riesgo país.

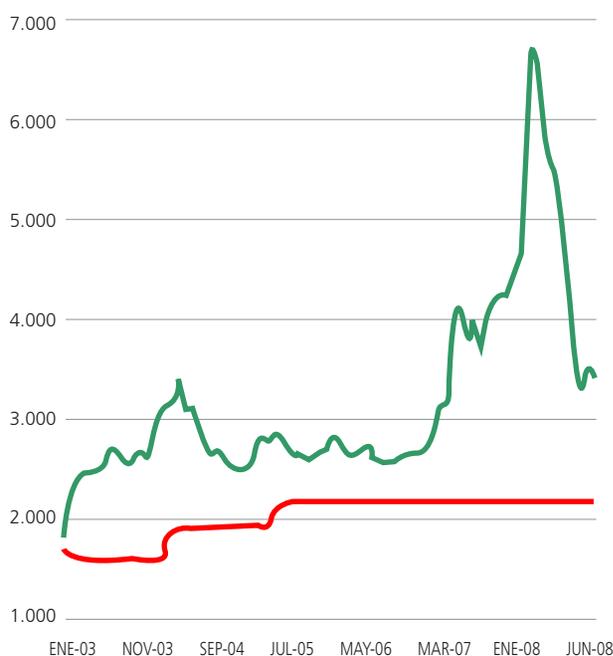
LA HISTORIA ECONÓMICA MUNDIAL muestra claramente que los regímenes de cambio fijo «inflexible» han fracasado en muchos casos. En América Latina, por ejemplo, es posible recordar que México abandonó su política de cambio fijo y «casi» se genera una cesación de pagos de su deuda en 1994 y 1995; más recientemente, Argentina abandonó su tasa de cambio fija después del incumplimiento de su deuda en 2001. Muchos economistas han recalcado el hecho de que problemas de deuda, balanza de pagos y crisis cambiarias ocurren frecuentemente al mismo tiempo. La razón para que esto suceda es mejor entendida cuando se analiza el balance general del Gobierno; es decir, su balance general de activos y pasivos.

En la hoja de balance de un Gobierno las reservas internacionales son un activo fundamental y esas reservas son manejadas por el banco central. Las reservas son «intercambiables», lo cual significa que pueden ser dedicadas a diferentes usos que requieran el pago en moneda extranjera. Pueden ser utilizadas para financiar importaciones, servicio de deuda o compra de activos externos. Con una tasa de cambio flotante, las reservas del Gobierno no cambian como consecuencia del exceso de demanda por importaciones del sector privado. En ese caso, mientras mayor sea la demanda por importaciones, que requiere la compra de dólares, más probable será la devaluación. Pero el Gobierno no tiene que vender sus reservas al sector privado si éste desea comprar bienes importados por un valor superior a la cantidad de moneda extranjera recibida por el Gobierno después de vender sus exportaciones y deducir sus transferencias de capital. Al contrario, con una tasa de cambio fija, el Gobierno se compromete a satisfacer el exceso de demanda privada de divisas a la tasa de cambio oficial.

Este es el caso de Venezuela, con una tasa de cambio fija que, bajo cualquier parámetro de análisis, está sustancialmente sobrevaluada. Una sobrevaluación de la tasa de cambio oficial conduce a un exceso de demanda privada de dólares, porque las importaciones resultan muy baratas. La Comisión de Administración de Divisas (Cadivi) supervisa la asignación de dólares para la compra de importaciones y estas divisas son retiradas directamente de las reservas internacionales. La brecha entre el cambio oficial y el del mercado paralelo es una medida de la sobrevaluación.

El «innombrable»

(tasas de cambio oficial y paralela, entre 2003 y 2008; bolívares por dólar)

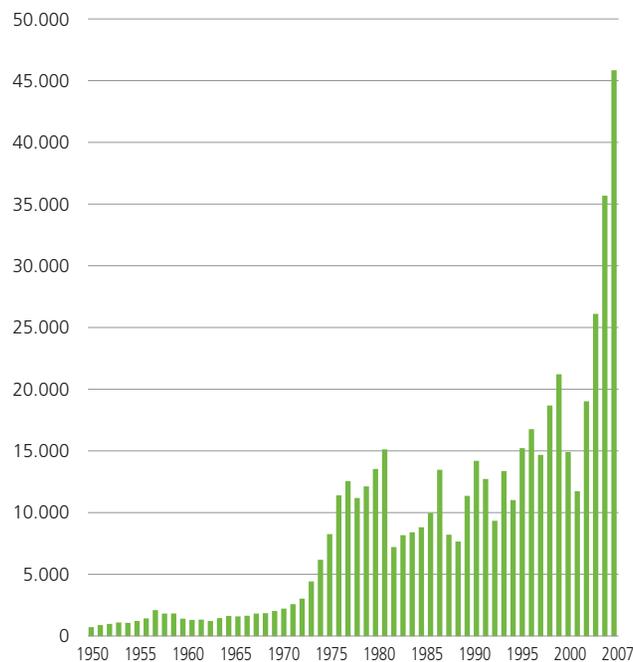


Fuente: Banco Central de Venezuela y cálculos propios.

El Gobierno no ha devaluado desde marzo de 2005, a pesar de tener una alta tasa de inflación, lo que ha apreciado el cambio real. En esencia, durante los últimos tres años se ha producido un abaratamiento relativo de los bienes importados en relación con los nacionales, lo cual refleja la brecha entre la inflación internacional y la nacional. Mientras más sobrevaluada esté la tasa de cambio, más dólares tenderá la gente a adquirir para comprar bienes importados o para revender dólares en el mercado paralelo. De ahí el auge de las importaciones: se han cuadruplicado en los últimos cuatro años y se ha generado un crecimiento exponencial de solicitudes de dólares preferenciales. De hecho, en los últimos meses, dada la fuerte y creciente presión que ha sufrido Cadivi, se han empleado diferentes mecanismos formales e «informales» para retardar la aprobación y la liquidación de dólares a la tasa oficial. Por ejemplo, en diciembre de 2007 y en marzo de 2008 cerca del treinta por ciento de las divisas aprobadas no fueron liquidadas.

Ta'barato...

(importaciones entre 1950 y 2007 en millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Venezuela.

La necesidad de ofrecer dólares a la tasa oficial es una obligación «contingente» que el Gobierno debe enfrentar día tras día. Si la demanda de dólares del sector privado es mayor que la esperada, entonces el Gobierno sufre una pérdida de reservas internacionales superior a la planificada. Esta pérdida contribuye, entre otras cosas, al incremento del riesgo país, porque las reservas son «intercambiables» por importaciones y servicio de deuda, y más reservas utilizadas para financiar importaciones implican menos reservas disponibles para el pago de deuda externa.

¿Por qué si los esquemas de cambio fijo «inflexible» pueden ser tan perjudiciales los gobiernos simplemente no devalúan? La respuesta se encuentra esencialmente en la economía política: una devaluación crea inflación y hace que las importaciones sean más caras, y Venezuela ya tiene una inflación muy alta, de hecho la mayor del continente y una de las mayores del mundo. Altas y persistentes inflaciones impactan negativamente a todos los ciudadanos, pues reducen su capacidad de compra, pero son los más pobres los que pagan más que proporcionalmente la inflación. Los datos sobre inflación en los últimos años por estratos de ingreso así lo verifican para el caso venezolano. Es comprensible que el Gobierno se niegue a devaluar, porque golpea a todos los ciudadanos, particularmente a los estratos de menores ingresos, donde está gran parte de su soporte político.

La inflación golpea a los más pobres

(inflación, en porcentajes, por estratos de la población según sus ingresos, entre 2003 y 2008)

	2003	2004	2005	2006	Mayo 2007 a mayo 2008
Estrato I	28,69	20,66	14,85	19,82	35,90
Estrato II	27,94	20,13	14,92	19,46	34,20
Estrato III	26,01	18,46	14,21	17,27	33,10
Estrato IV	27,10	19,04	14,21	15,85	29,60

El estrato I es el 25 por ciento de menores ingresos de la población. El estrato IV es el 25 por ciento de mayores ingresos.

Fuente: Banco Central de Venezuela.

El economista Jeffrey Frankel explica muy bien una de las aristas de este dilema:

Para actualizar una famosa estadística: un líder político en un país en desarrollo tiene el doble de probabilidad de perder el cargo en los seis meses siguientes a una crisis cambiaria que en circunstancias constantes. La diferencia, estadísticamente significativa, sigue siendo válida independientemente de si la devaluación ocurre en el contexto de un programa de ajuste macroeconómico del Fondo Monetario Internacional o no (publicado en Dale F. Gray y Samuel W. Malone: *Macrofinancial risk analysis —Análisis de riesgo macrofinanciero—*; Wiley, 2008, página 163).

Si es evidente que una devaluación es indeseable desde el punto de vista político y, al mismo tiempo, la combinación de cambio fijo y controles de capital crea una gigantesca fuga de reservas internacionales que aumenta significativamente

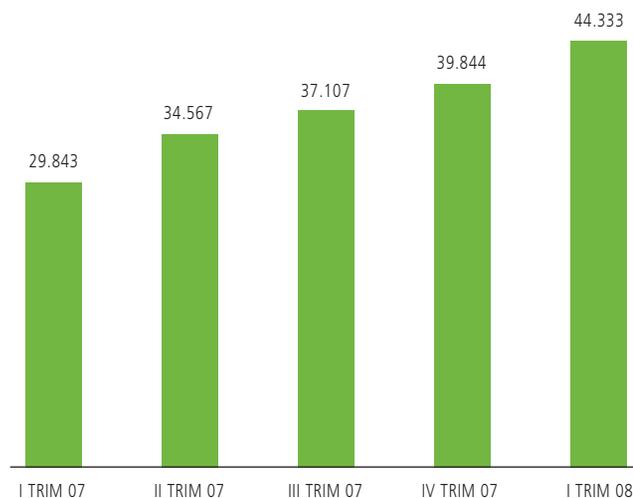
te el riesgo país, ¿qué debería hacerse a corto plazo para corregir esas erradas políticas? Existen diferentes opciones. Una es moderar la magnitud y la velocidad con la que el Gobierno inyecta gasto público a la economía. Esto es difícil de hacer, nuevamente por razones de economía política. El Gobierno salió derrotado en el referendo constitucional de diciembre de 2007, las elecciones regionales son en noviembre y el precio del petróleo rompe todos los registros; en consecuencia, la tentación de gastar es muy grande.

El Gobierno intentó durante 2007 moderar su política de gasto, pero eso no fue suficiente para reducir significativamente el tipo de cambio paralelo. El Gobierno tenía que encontrar otra manera de absorber bolívares e incrementar la disponibilidad de dólares. La respuesta «mágica» fue la emisión de bonos de deuda pública y notas estructuradas: el Gobierno emite más deuda que puede ser comprada en bolívares y vendida en los mercados internacionales para adquirir dólares. Así, absorbe grandes cantidades de moneda nacional y provee dólares al mercado. Esta es una de las explicaciones de la caída de la tasa de cambio paralela en los últimos meses.

Actualmente la tasa paralela es relativamente manejable, y esto ayuda a disminuir la presión sobre las reservas internacionales y Cadivi. Esto permite al Gobierno, por ahora, mantener su política fiscal y cambiaria; pareciera que estas políticas han logrado su objetivo. Sin embargo, el resultado para nada es un final feliz: no es una solución sostenible, porque el balance general del Gobierno tiende a empeorar. Mientras más deuda emite el Gobierno, más tiene que pagar en servicio de deuda; en consecuencia, menos reservas internacionales tiene para comprar importaciones, lo que genera un peligrosísimo círculo vicioso. El resultado es «un monstruo de tres cabezas»: posibles crisis de balanza de pagos, devaluación y crisis de deuda en algún momento.

Gobierno boyante, pero endeudado

(deuda pública externa entre 2007 y 2008; miles de millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Venezuela.

La insostenibilidad a mediano y largo plazo de la política económica, así como otros factores, pareciera estar siendo reflejada por el riesgo país. De acuerdo con el índice EMBI+, elaborado por la empresa J.P. Morgan (que mide la diferencia entre el rendimiento de un título público emitido por un Gobierno y un título de características similares emitido por el Tesoro de Estados Unidos), luego de una notable caída a partir de febrero de 2003, el riesgo país venezolano ha man-

Es comprensible que el Gobierno se niegue a devaluar, porque golpea a todos los ciudadanos, particularmente a los estratos de menores ingresos, donde está gran parte de su soporte político

tenido una tendencia creciente desde el segundo trimestre de 2007. En efecto, el promedio mensual de este indicador pasó de 171 puntos básicos en mayo de 2007 a 632 en mayo de 2008: el mayor de las principales economías latinoamericanas (Argentina tiene 555, Brasil 207, Colombia 207, México 130) y el doble del valor registrado para el promedio de América Latina en abril de 2007, que fue de 314.

Un país más riesgoso

(índice EMBI+ de riesgo país de Venezuela entre el 2 de enero de 2003 y el 15 de mayo de 2008)



Fuente: CBonds Syndicated Loans (<http://loans.cbonds.info/eng/>). Consultado el 16 de mayo de 2008.

El desempeño del riesgo país venezolano resulta paradójico, en medio de un nuevo y sustancial auge de precios petroleros, que se espera no retrocedan significativamente a corto y mediano plazo. Un alto precio del petróleo ha sido tradicionalmente el gran «colateral» que genera confianza a los mercados, porque tiene efecto positivo sobre la solvencia y las disponibilidades líquidas del Gobierno para hacer frente a los pagos de deuda y otras acreencias externas. Dado que el petróleo representa cerca del 91 por ciento de las exportaciones totales y el cincuenta por ciento de los ingresos fiscales, los grandes ingresos petroleros «deberían» fortalecer tanto las cuentas del sector externo como las finanzas públicas. Sin embargo, pareciera que los mercados están percibiendo los desequilibrios macroeconómicos y su insostenibilidad a mediano y largo plazo; además, penalizan al país por los grandes volúmenes de deuda pública emitida en el último año, el aumento de la volatilidad del precio del petróleo y de las reservas internacionales, el alto costo de mantener una política de tasa de cambio fija y la calidad y estabilidad del marco político-institucional en el cual se desarrolla la economía.

La deprimente predicción de una crisis, en algún momento futuro, no está «escrita sobre piedra». No es inevitable que ocurra. El precio del petróleo es muy volátil y difícil de predecir. No obstante, siempre se hacen predicciones, como la del banco de inversión Goldman Sachs, que proyecta un barril de petróleo en 200 dólares para los próximos años. Si eso ocurre, sería una excelente noticia para el Gobierno venezolano: tales precios incrementarían el tamaño de la «torta» disponible para importaciones y servicio de deuda y «suavizaría» los dilemas de política económica. Ahora bien, en la medida en que un volumen mayor de «petrodólares» se filtre en la economía, también crearía una mayor demanda de importaciones y, en consecuencia, una disminución de las reservas. Además, una demanda que no puede ser satisfecha con más importaciones tiene que serlo con alguna combinación de mayor producción nacional o mayores precios. Dado el actual ambiente de negocios, signado por un discurso «radical», expropiaciones y la consecuente debilidad de los flujos de inversión privada, que limitan la capacidad de producción, es sensato predecir precios crecientes. Por lo tanto, la inflación continuará siendo el costo del ajuste a corto y mediano plazo.

¿Adónde conduce todo esto? Como apostadores en un juego perdido que solicitan nuevos préstamos, los jugadores son forzados a una nueva ronda. Al parecer hay que aprender a vivir con la deuda y consultar a los mexicanos acerca de los bonos que emitieron durante años y que precedieron la devaluación de 1994. Eran los «tesobonos»: bonos denominados en dólares pero pagaderos en pesos, mientras el tipo de cambio se mantenía fijo. ¿Coincidencia? ■

Samuel Malone y José Manuel Puente
Profesores del IESA