

# LOS PARIENTES DE UCRANIA:

## EL DESEMPEÑO DE LA DEUDA EXTERNA VENEZOLANA EN EL CONJUNTO DE PAÍSES DE ALTO RIESGO

¿Qué hacer para reducir el costo de la deuda soberana venezolana? Mejorar la rendición de cuentas, reducir la violencia, aumentar la efectividad del gobierno, reforzar los organismos reguladores, combatir la corrupción y, en especial, permitir que rijan el imperio de la ley.

Carlos Jaramillo y  
Claudia Martínez

CON MUCHA FRECUENCIA los venezolanos se encuentran noticias sobre listas internacionales, en las más diversas áreas, en las que Venezuela aparece en las peores posiciones. Muchas veces desconcierta no solo la baja calificación sino el hecho de compartir tal «honor» con países considerados parias en el contexto de la geopolítica internacional. Muchas de estas clasificaciones resultan de una mezcla de medidas cuantitativas —en especial, indicadores macroeconómicos— con valoraciones cualitativas extraídas de entrevistas con ejecutivos, politólogos, periodistas, consultores gerenciales y otros formadores de opinión que desarrollan su práctica profesional en los países evaluados. En la medida en que estas evaluaciones no coinciden con las percepciones que cualquier ciudadano puede tener de su entorno de negocios local, se forman matrices de opinión que cuestionan tanto la idoneidad de los indicadores como la objetividad de quienes los producen.

Afortunadamente, para quienes tienen como propósito entender cuáles factores sopesan quienes toman diariamente decisiones de inversión en los mercados financieros internacionales, existen los precios como mecanismos de transmisión de información; en particular, las tasas de interés pagadas a los tenedores de deuda soberana y las primas de riesgo cobradas por los que ofrecen cobertura contra la insolvencia de tales deudas. El análisis se centrará en países considerados de alto riesgo político, como son Egipto, Nigeria, Irak, Ucrania y Venezuela; adicionalmente, se incorpora Petróleos de Venezuela (Pdvs) como caso representativo de una empresa controlada por un gobierno nacional que tiene un importante volumen de deuda denominada en dólares y cotiza en los mercados financieros internacionales. ¿Coinciden las percepciones de riesgo político de los lectores con las mediciones de riesgo político publicadas desde el año 2002 por el Banco Mundial y los precios que los mercados asignan a las deudas e instrumentos de cobertura de Venezuela?

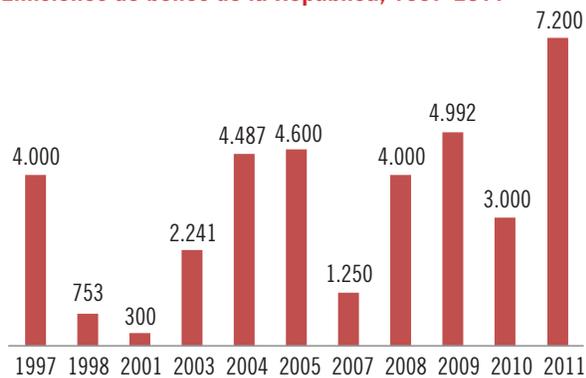
Carlos Jaramillo, profesor del IESA. Claudia Martínez, directora de Arca Análisis Económico.

**Reseña histórica: emisiones de Venezuela y Pdvs**

Venezuela es una nación exportadora y refinadora de petróleo, con una población de 32,9 millones de habitantes, un producto interno bruto (PIB) en el orden de 381,28 millardos de dólares y unas reservas internacionales de 20,6 millardos de dólares. Desde el año 1997 hasta el año 2011, la República ha realizado 16 emisiones, que incluyen 19 títulos valores, que suman 36,8 millardos de dólares (a valor nominal).

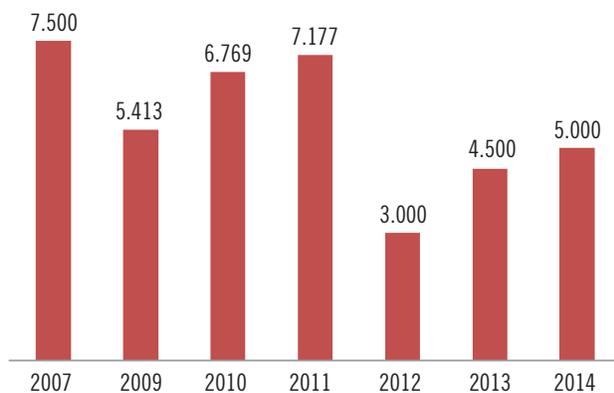
Pdvs comenzó su emisión de deuda en dólares usando el mecanismo de bonos en el año 2007, con la venta simultánea de tres títulos valores por 7,5 millardos de dólares, con vencimiento en los años 2017, 2027 y 2037. Esa emisión marcó récord en su momento por ser la más grande de América Latina a la fecha. Luego la petrolera estatal mantuvo su ritmo de endeudamiento anualmente hasta el presente año, con emisiones tanto públicas (colocación de títulos en los mercados financieros) como privadas o directas, las cuales sumaron unos 39 millardos de dólares, divididas en nueve emisiones y trece títulos.

**Emisiones de bonos de la República, 1997-2011**



**Emisión de bonos de Pdvs, 2007-2014**

(millones de dólares)



Fuente: Bloomberg (www.bloomberg.com).

Entre los años 2007 y 2011 tanto la República como Pdvs invitaban a los inversionistas que tenían bolívares a comprar sus títulos denominados en dólares. Dado el régimen de control de cambios vigente, muchos inversionistas adquirían estos papeles no con el objeto de conservarlos sino como vehículos para adquirir dólares a precios inferiores a los del mercado paralelo existente en el momento. Los compradores en el mercado secundario eran, en buena proporción, inversionistas institucionales (fondos de pensiones, fondos de cobertura, compañías de seguro o fondos mutuales).

Luego de 2011 la República no ha emitido nuevos instrumentos de deuda en moneda dura, mientras que Pdvs ha realizado tres emisiones directamente con inversionistas privados (proveedores y fondo de pensiones de la industria petrolera), la banca pública y el Banco Central de Venezuela. Para los siguientes cinco años la República y Pdvs tienen compromisos de pago de su servicio de deuda externa (intereses y amortización de capital) por 43,2 millardos de dólares, de los cuales el 23,2 por ciento vence en el año 2017.

**Servicio de la deuda externa venezolana, 2015-2019**

|       | Monto (millones de dólares) | %      |
|-------|-----------------------------|--------|
| 2015  | 9.081                       | 20,99  |
| 2016  | 9.880                       | 22,83  |
| 2017  | 10.032                      | 23,18  |
| 2018  | 6.721                       | 15,53  |
| 2019  | 7.558                       | 17,47  |
| Total | 43.272                      | 100,00 |

Nota: incluye deuda de la República y de Pdvs.

Fuente: Bloomberg (www.bloomberg.com).

Las calificadoras de riesgo han visto con preocupación el constante incremento de deuda de los últimos siete años, así como las distorsiones en variables macroeconómicas y fiscales de Venezuela. Por ello, en los últimos cuatro años, el país ha sufrido tres rebajas crediticias que le ubican entre los rangos «grado especulativo» e «incumplimiento de pago», representados por las calificaciones B- y Caa1 según Standard & Poor's y Moody's, respectivamente.

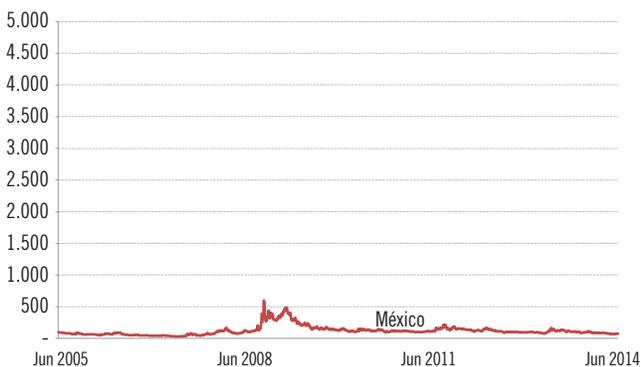
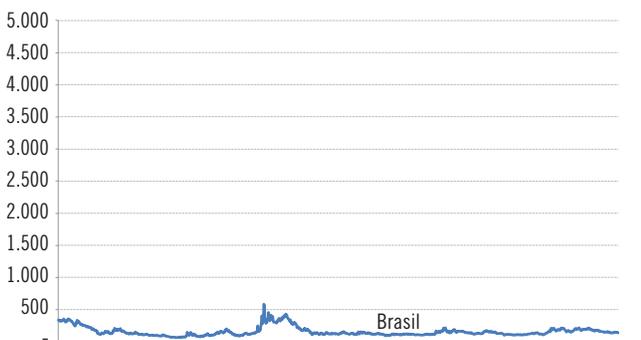
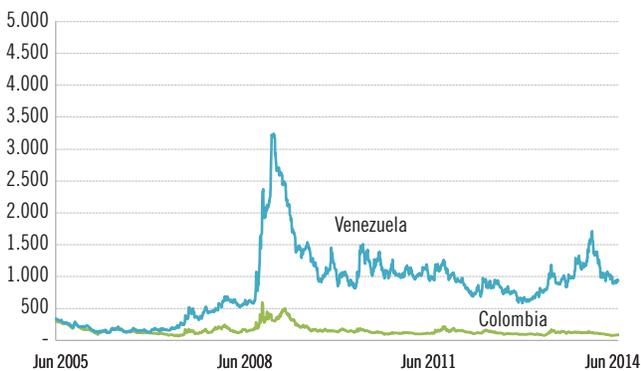
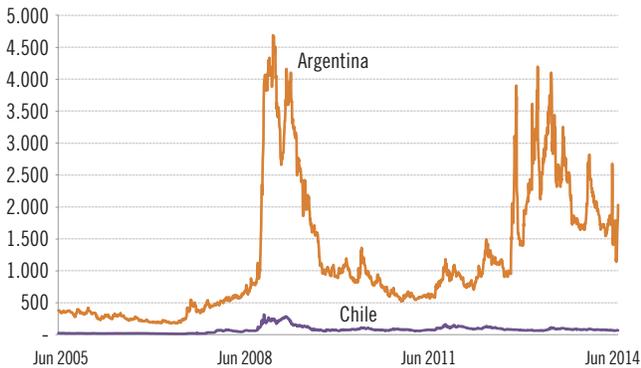
Las calificaciones de riesgo se basan en una mezcla de información histórica y proyectada, valores cuantitativos y cualitativos, así como informaciones pública y privada que los emisores tienen a bien facilitar, las cuales no son más que opiniones de especialistas en materia de riesgo crediticio sobre la potencial insolvencia del emisor. No tienen carácter predictivo, aunque el público espera erróneamente que las empresas emisoras de esas calificaciones revelen con anticipación cuándo un emisor va a dejar de cumplir sus compromisos financieros. Muchas veces, los cambios de calificaciones crediticias no son más que confirmaciones de problemas que ya los mercados han descontado en los precios de los títulos financieros.

En la búsqueda constante de indicadores más dinámicos, que reflejen con mayor rapidez los cambios de la calidad crediticia de los emisores de deuda, los analistas financieros aprovechan la existencia de los llamados CDS (por *credit default swap*, o permuta de créditos impagados), que son instrumentos de cobertura contra el riesgo de insolvencia (impago) de deuda emitida por grandes empresas y gobiernos. Existe información sobre los CDS de Venezuela a cinco años desde 2003. Las primas de riesgo cobradas representan la cantidad para cubrir el riesgo de insolvencia de un bono de valor nominal de diez millones de dólares con vencimiento a cinco años por el plazo de un año. Si esta prima fuese, por ejemplo, de 900 puntos básicos el desembolso sería de 900.000 dólares.

El desempeño de esta prima de riesgo se puede dividir en tres periodos: (1) antes de la crisis financiera internacional de 2008 (2003 a septiembre de 2008), cuando la prima de riesgo osciló entre 566 y 880 puntos básicos; (2) durante la

### Rendimientos de los CDS a cinco años de seis países latinoamericanos, 2005-2014

(puntos básicos)



CDS: permuta de créditos impagados (*credit default swap*).  
Fuente: Bloomberg ([www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)).

crisis (octubre de 2008 a octubre de 2009), cuando la prima de riesgo osciló entre 970 y 3.220 puntos básicos (el 31 de diciembre de 2008); y (3) después de la crisis (desde octubre de 2009 hasta hoy), cuando la prima de riesgo se ha mantenido entre 930 y 1.500 puntos básicos.

El desempeño de la prima de riesgo venezolana ha sido similar a los de las primas de otros países latinoamericanos, tales como Colombia, México, Argentina, Chile y Brasil. Si bien todas las primas de riesgo de los CDS soberanos aumentaron durante la crisis financiera de 2008, lograron disminuciones significativas una vez que la crisis fue superada, pero sin regresar a los niveles previos al otoño de 2008, salvo Brasil, que hoy presenta el menor riesgo de insolvencia registrado desde que existen cotizaciones para este instrumento. En el caso de Venezuela la recuperación fue mucho menor, pues estos indicadores toman en cuenta los riesgos políticos, económicos y de transferencia (imposibilidad de repatriar dividendos), el déficit fiscal y el crecimiento de la economía, entre otros, los cuales muestran un franco deterioro.

#### El rendimiento de la deuda externa venezolana

El retorno de la deuda, tanto de Venezuela como de Pdvsa, tiene un componente especulativo potenciado por los retrasos en la difusión de información financiera relevante, por las debilidades del marco institucional que hace poco creíble la consistencia de las acciones del Estado y por la crisis política reflejada en las disputas entre el partido de gobierno y la oposición.

En el caso de Pdvsa es difícil realizar un análisis fundamental de la situación financiera, dada la poca transparencia y el retraso tanto en la publicación de sus estados financieros así como en la difusión de información macroeconómica que ayudaría a entender el contexto donde Pdvsa toma sus decisiones. Esta situación obliga a los potenciales inversionistas en deuda de Pdvsa denominada en dólares a requerir retornos sustancialmente mayores que los de sus pares en el mundo petrolero. Nótese que Chevron consigue dinero prestado a tres años pagando 1,3 por ciento, mientras que Pdvsa al mismo plazo paga 9,95 por ciento (comparación realizada a mediados de julio de 2014).

#### Los parientes de Ucrania

¿Por qué analizar el caso de Ucrania? Porque todos los que estudian o invierten en renta fija usan las situaciones «excepcionales» que sufren las empresas o los gobiernos soberanos como oportunidades únicas para entender el desempeño de los precios de estos instrumentos financieros. La gran crisis política vivida por Ucrania en 2014 haría pensar *a priori* que el rendimiento de sus bonos soberanos debería haberse disparado a magnitudes pocas veces vistos en los mercados financieros. Pero, ¿fue esto realmente lo que sucedió?

Ucrania es una república de Europa oriental, con una población de 45,3 millones de habitantes, un PIB en el orden de 178 millardos de dólares y una tasa de crecimiento económico anual de 7 por ciento durante la última década; con reservas internacionales de 17 millardos de dólares que escasamente cubren dos meses de importaciones, un déficit en cuenta corriente de trece millardos de dólares y un endeudamiento externo equivalente al quince por ciento del PIB. Por su ubicación se considera la puerta de entrada de Rusia a Europa, lo que le ha conferido un papel estratégico en la geopolítica de la región.

La deuda externa en bonos del gobierno de Ucrania es de 21 millardos de dólares, concentrada en diez emisiones, de las cuales el 22,5 por ciento se vence en 2015. La pequeña magnitud de los montos emitidos en relación con el tamaño de su economía (11,7 por ciento) sugiere un mercado de

## Indicadores de gobernabilidad de un grupo de países exportadores de materias primas con alto riesgo político durante el período 2002-2012

|  | Irak | Egipto | Nigeria | Ucrania | Venezuela |
|--|------|--------|---------|---------|-----------|
| Voz y rendición de cuentas                   | 1    | 4      | 3       | 5       | 2         |
| Estabilidad política y ausencia de violencia | 2    | 3      | 1       | 5       | 4         |
| Efectividad del gobierno                     | 2    | 4      | 3       | 5       | 1         |
| Calidad de las regulaciones                  | 2    | 5      | 3       | 4       | 1         |
| Estado de derecho                            | 2    | 5      | 3       | 4       | 1         |
| Control de corrupción                        | 2    | 5      | 3       | 4       | 1         |
| Promedios                                    | 1,83 | 4,33   | 2,67    | 4,50    | 1,67      |

Fuente: Kaufmann, Kraay y Mastruzzi (2010).

deuda poco líquido. Su calificación crediticia es Caa3 según Moody's, lo que la coloca en el segmento de incumplimiento de pago, en el que también está Venezuela aunque dos posiciones más arriba (Caa1). El sector privado del país debe cerca de ocho millardos de dólares.

En los momentos de mayor estrés político que vivió Ucrania, durante el primer trimestre del año, el rendimiento del bono a diez años alcanzó un retorno de 11 por ciento, mientras que el instrumento de deuda venezolana de similar vencimiento retornaba 16 por ciento. Si bien la situación política venezolana era complicada, no se asemejaba a las dificultades de Ucrania. Sin embargo, el mercado exigía un rendimiento sustancialmente superior, en el orden de 500 puntos básicos (uno por ciento equivale a cien puntos básicos). Es natural que cualquiera que observe este fenómeno se cuestione la razón de este incremento de prima en la deuda venezolana en comparación con Ucrania.

Francisco Rodríguez (2014), economista para la región andina del Bank of América Merrill Lynch, ofrece dos teorías que compiten para explicar el alto costo de la deuda venezolana:

- La realidad de las cuentas macro y la percepción de la calle: muchos inversionistas no creen en las cuentas macroeconómicas del país, porque piensan que la inflación y la escasez percibidos cotidianamente son consistentes con una economía que realmente no tiene posibilidad de cumplir sus compromisos externos. Según Rodríguez, la inflación y la escasez de productos se derivan de la sobrevaloración de la moneda, que estimula actividades especulativas, y no de escasez extrema de activos financieros en manos del Estado.
- La falta de voluntad política para hacer ajustes a largo plazo: los inversionistas institucionales temen que los ajustes requeridos se ejecuten parcialmente y sean revertidos ante cualquier asomo de inestabilidad política.

En opinión de Rodríguez, los indicadores macroeconómicos de Venezuela son razonablemente fiables, puesto que distintas fuentes de información (tanto la República como otras organizaciones) producen, en líneas generales, datos consistentes, por lo que es necesario entender mejor la dinámica asociada a la implantación del plan de ajuste requerido, para valorar la deuda tanto de la República como de PdvsA.

Si la hipótesis de la falta de voluntad política fuese correcta, entonces la dificultad de lograr consenso para implantar medidas económicas debe ser propia de países con arreglos institucionales débiles, donde los ciudadanos piensan que el Estado tiene problemas para ejecutar sus funciones con algún

grado aceptable de eficiencia. Por ello se utilizan los indicadores del índice de gobernabilidad del Banco Mundial para el período 2002-2012, de periodicidad anual, para un grupo de países considerados comúnmente de alto riesgo político, por el tipo de noticias que sobre ellos difunde la prensa internacional, y que tienen en común el depender de la comercialización de materias primas. Además de Venezuela y Ucrania se incluyen Irak, Nigeria y Egipto. A continuación las definiciones de los indicadores (Kaufmann, Kraay y Mastruzzi, 2010):

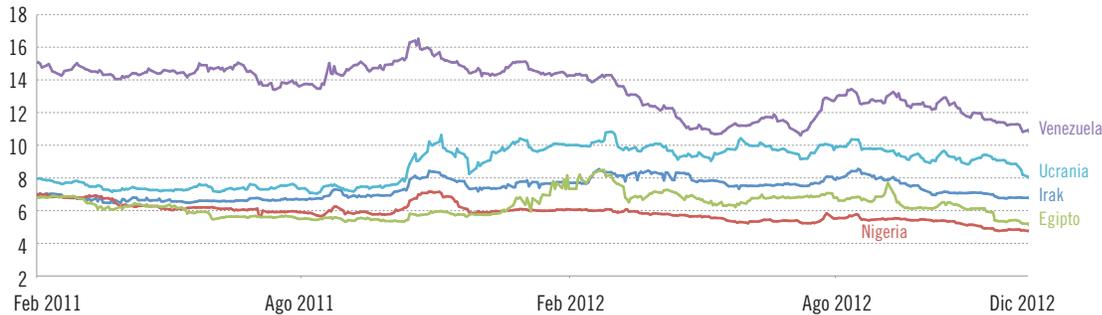
- Voz y rendición de cuentas: capta percepciones del alcance que tienen los ciudadanos para participar en las elecciones de sus representantes gubernamentales y la garantía de libertad de expresión, prensa y asociación.
- Estabilidad política y ausencia de violencia: posibilidad de que el gobierno esté sujeto a actos de desestabilización o sea removido por vías inconstitucionales o violentas, incluyendo actos de terrorismo.
- Efectividad del gobierno: calidad de servicios públicos, grado de independencia a presiones políticas, calidad de la formulación e implantación de políticas, y credibilidad en el compromiso del gobierno para cumplirlas.
- Calidad de las regulaciones: capta las percepciones en cuanto a la habilidad del gobierno para formular e implementar políticas y leyes coherentes que permitan y promuevan el desarrollo del sector privado.
- Estado de derecho: capta las percepciones del grado de confianza y apego de la sociedad al marco legal del país; en particular, al cumplimiento de las leyes, garantizando derechos de propiedad, policía y tribunales. Asimismo, mide la probabilidad de crimen y violencia en el país.
- Control de corrupción: indica en qué medida se ejerce el poder público en beneficio privado, que incluyen actos de corrupción, así como captura de renta estatal por parte de élites o intereses privados.

Los valores de estos indicadores se normalizan para una muestra de 200 países y territorios, y oscilan entre -2,5 y 2,5 (mientras mayor es el valor mejor el desempeño del país en la variable indicada). En este caso se analizó el quinteto formado por Venezuela, Ucrania, Irak, Nigeria y Egipto, y se observó, en cada variable, cuál tenía el mejor desempeño relativo, se le asignó una puntuación de 5 y así sucesivamente. Luego a cada país se le asignó una calificación que representaba el promedio simple de sus calificaciones.

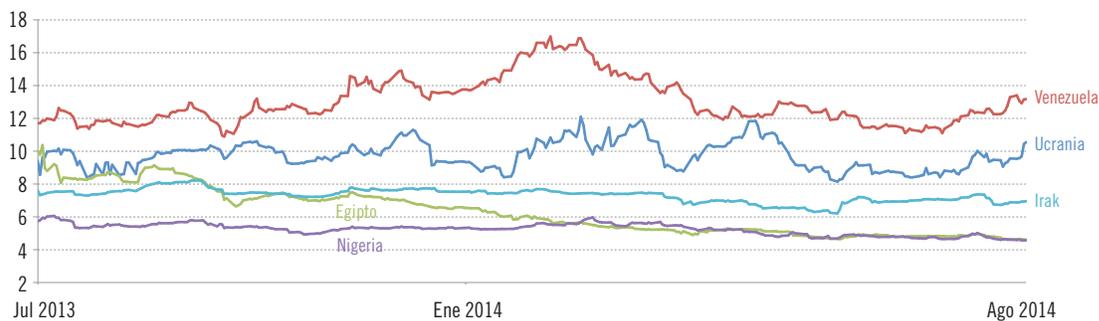
Venezuela tiene la menor calificación del grupo, seguida por Irak y Nigeria. Las variables control de corrupción, Estado de derecho, calidad de las regulaciones y efectividad del gobierno,

## Rendimiento de bonos denominados en dólares a diez años de un grupo de países con alto riesgo político (porcentajes)

### Febrero 2011-diciembre 2012



### Julio 2013-agosto 2014



Fuente: Bloomberg (www.bloomberg.com).

resultan claves para concluir que el factor político y la falta de voluntad mencionada por Rodríguez podrían explicar los altos retornos exigidos por los inversionistas internacionales.

Este ejercicio numérico no pretende validez estadística ni incorpora información de los años 2013 y 2014, que han sido de mucho conflicto político en los países considerados; aunque los valores de los indicadores tienden a ser estables en largos periodos. Sería interesante ver, a mediados de 2015 cuando exista información sobre ese año, como quedaría Ucrania evaluada en relación con el resto del grupo, dados los problemas políticos que este país ha sufrido en 2014.

### Los rendimientos requeridos

Como era fácil sospechar, Venezuela, con la menor calificación derivada del índice de gobernabilidad del Banco Mundial, fue el país cuyos bonos a diez años ofrecieron el mayor rendimiento en el periodo febrero 2011-diciembre 2012. Le siguen en orden de rentabilidad requerida Ucrania, Irak, Egipto y Nigeria. Este resultado es consistente con la explicación de Rodríguez, según la cual los altos rendimientos requeridos por los inversionistas sobre los títulos venezolanos denominados en dólares son, en buena medida, una consecuencia de la falta de voluntad política para hacer ajustes a largo plazo.

Las calificaciones no coinciden exactamente con los retornos. Aunque Venezuela tiene la menor calificación y ofrece el mayor retorno, le sigue Ucrania que fue el país con el mayor índice de gobernabilidad del grupo estudiado. Egipto, que alcanzó la segunda mejor calificación de gobernabilidad, posee bonos con menor rendimiento. Los resultados de Egipto y Venezuela son consistentes con la hipótesis de que el riesgo político reflejado en una baja gobernabilidad incide en el retorno

requerido por los inversionistas a su deuda soberana. A menor gobernabilidad mayor debe ser el retorno exigido.

El orden relativo de los retornos, en este grupo de países, se mantuvo en el último año de datos conocidos (julio 2013-junio 2014). Pero Egipto desplazó a Nigeria como el país que paga los menores retornos. Es probable que si, en lugar de utilizar un promedio simple para medir la gobernabilidad, se hubiera usado un promedio ponderado (donde cada variable recibiese un peso cónsono con la importancia que le dan los inversionistas a ese atributo), quizá se vería una relación más robusta entre los indicadores de gobernabilidad y las rentabilidades ofrecidas por los bonos soberanos. Lamentablemente, estos factores de ponderación son desconocidos.

La percepción negativa de los inversionistas internacionales acerca de la consistencia de las políticas económicas del gobierno venezolano tiene un peso determinante en el rendimiento que requieren para sentirse inclinados a comprar deuda venezolana. ¿Qué hacer para reducir el costo de la deuda soberana o la de Pdvsa? Algo muy simple: atender cada uno de los componentes del índice de gobernabilidad del Banco Mundial; es decir, mejorar la rendición de cuentas, reducir la violencia, aumentar la efectividad del gobierno, reforzar los organismos reguladores, combatir la corrupción y, en especial, permitir que rijan el imperio de la ley. **■**

### Referencias

- Kaufmann, D., A. Kraay y M. Mastruzzi (2010): «The worldwide governance indicators: methodology and analytical issues». World Bank Policy Research Working Paper No. 5430, <http://ssrn.com/abstract=1682130>. Consulta: julio 2014.
- Rodríguez, F (2014): «Venezuela's red adjustment». GEMs Paper No. 16. San Francisco, California: Bank of America Merrill Lynch.