

# AL FINAL DEL PERIODO

M. Ignacio Purroy

En materia económica son pocas las novedades esperables por lo que resta de período constitucional. Faltaba esclarecer la cuestión del refinanciamiento de la deuda externa, cosa que se hizo con el acuerdo logrado en Febrero con la banca. Se corrió la arruga de la alfombra, como plásticamente se expresó Rafael Caldera. Para los próximos dos años preocupa el fantasma inflacionario. A punto de concluir la primera oleada inflacionaria, pronto empezará a formarse una segunda, potencialmente más peligrosa.

## I. REFINANCIANDO LO REFINANCIADO

### LOS TERMINOS DEL NUEVO ACUERDO

La noticia económica más resaltante de las últimas semanas ha sido el nuevo refinanciamiento de la deuda pública externa. Como se recordará, en septiembre de 1984 Venezuela llegó a un primer acuerdo sobre el esquema de refinanciamiento ("Refinanciar" en el lenguaje bancario significa extender el plazo de cancelación de la deuda vencida). Hizo falta después casi año y medio para redactar los contratos, que terminaron firmándose en Febrero de 1986. Para ese momento, los pocos que no habían entendido la incapacidad de cumplir con el esquema de pagos acordado en septiembre de 1984, entre ellos, por supuesto, nuestros "inefables" negociadores, ya se habían percatado de la necesidad de volver a refinanciar lo refinanciado. Así es como se produce el pintoresco gesto del Ministro de Hacienda anunciando en el mismo discurso del acto de la firma en febrero de 1986 la intención del gobierno de volver a pedir un nuevo refinanciamiento. Este es el que recientemente (fines de febrero de 1987) se ha dado a conocer a la opinión pública.

Básicamente los logros del nuevo acuerdo consisten en trasladar una parte sustancial de los pagos de 1987 y 1988 al período posterior a 1989. Se ha alargado el período de amortización en dos años (1998 y 1999). En el Cuadro I podrá el lector comparar las cifras del primero y del segundo refinanciamiento. Al actual gobierno le corresponderá pagar un 6,6% de la deuda refinanciada, al siguiente (1989-1993) le corresponderá pagar un 29% y al subsiguiente (1994-1998) le corresponderá un 53%.

En lo referente a los intereses, hacemos la observación para el lector poco familiarizado con asuntos financieros que los bancos nunca acceden a discutir diferimientos de los pagos de intereses. Pueden otorgar mayores plazos para la cancelación de la deuda (llamados "pagos de capital") e incluso suavizar algo la

tasa de interés, pero nunca perdonan los pagos puntuales de los intereses. La legislación bancaria norteamericana obliga a los bancos a declarar como perdidos los préstamos que muestran un determinado atraso en la cancelación de los intereses. Por esta razón, la reciente decisión brasileña de suspender el pago de los intereses ha conmocionado tanto el mundo de las finanzas internacionales.

Venezuela ha logrado en este nuevo acuerdo una leve reducción de la tasa de interés de 7,625% a 7,375%. En realidad, lo que se ha reducido ha sido el margen sobre la tasa de referencia LIBOR (iniciales de la London Inter-Bank Offer Rate). Esta es la tasa interbancaria del mercado londinense de "euro-dólares" (se llaman euro-dólares porque son los dólares que se negocian fuera de Estados Unidos, principalmente en los mercados financieros europeos), es decir, la tasa a la cual los bancos se prestan dólares entre sí. Para compensar el riesgo que representan deudores no bancarios, a la tasa de referencia LIBOR se le añaden ciertos márgenes según sea el riesgo crediticio de cada deudor. A mayor riesgo, mayor deberá ser el margen. Venezuela estaba pagando hasta ahora un margen de riesgo sobre LIBOR de 1,125%, pero a partir del nuevo acuerdo el margen será de 0,876%. Como la tasa LIBOR es actualmente de aproximadamente 6,5%, la tasa de interés de la deuda venezolana a partir del primero de Abril será de 7,375%. Eso representará un ahorro aproximado de 50 millones de dólares al año. Sin embargo, en el Cuadro I se observa que los pagos de intereses siguen siendo de gran cuantía, sobre todo en los primeros años. En 1987 se pagará en intereses sobre la deuda refinanciada seis veces más que en capital.

### COMPARACIONES POCO HALAGADORAS

Comparativamente con otros países latinoamericanos que han reprogra-

**CUADRO I**  
**COMPARACION DEL PRIMERO Y SEGUNDO ACUERDO**  
**DE REFINANCIAMIENTO**

	FEBRERO 86		FEBRERO 87	
	CAPITAL		CAPITAL	INTERESES(*)
1986	750	750	1.575	
1987	1.055	250	1.520	
1988	1.196	400	1.481	
1989	1.108	700	1.452	
1990	1.329	1.050	1.400	
1991	1.994	1.250	1.323	
1992	2.403	1.450	1.231	
1993	2.403	1.650	1.124	
1994	2.403	1.850	1.002	
1995	2.658	2.050	866	
1996	2.658	2.250	715	
1997	1.131	2.450	549	
1998	--	2.650	368	
1999	--	2.338	172	
<b>TOTAL</b>	<b>21.088</b>	<b>21.088</b>	<b>14.778</b>	

(\*) Calculados a la tasa de 7,375%.

mado su deuda con la banca, el margen por riesgo que debe pagar Venezuela es todavía algo superior al otorgado a México, aunque inferior al de otros países:

**Márgenes de riesgo sobre LIBOR:**

México	0,812 %
Venezuela	0,875 %
Chile	1,125 %
Argentina	1,375 %
Brasil	2,000 %

En lo que se refiere a plazos de amortización y tasas de interés, México acaba de firmar una reprogramación de 60.000 millones de dólares en las condiciones más ventajosas logradas hasta ahora por ningún otro país. Es muy posible que cuando Brasil negocie próximamente un nuevo refinanciamiento reciba condiciones similares o mejores a las de México. Sucede que, por la magnitud de las deudas externas de México y Brasil (100.000 y 120.000 millones de dólares respectivamente), la deuda de estos países ya ha dejado de ser "su" problema para convertirse en el problema de los bancos y países acreedores. A estos no les queda más remedio que ceder en las mesas de negociaciones. No es ése el caso de Venezuela, que continúa cargando sobre sus espaldas el problema de su deuda.

El acuerdo de México contempla también el otorgamiento de nuevos préstamos por 7.700 millones de dólares. Ve-

nezuela no ha logrado ningún compromiso firme de nuevos préstamos por parte de la banca, la cual se ha limitado a manifestar su "buena disposición" a conversar cuando Venezuela haya rebajado sustancialmente su deuda. En cualquier caso, los nuevos fondos serían inferiores al monto de lo cancelado. En dos palabras, es muy poco lo esperable de la banca internacional privada. Por este motivo, el gobierno ha empezado a tocar las puertas de organismos financieros internacionales (Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo, etc.), donde tradicionalmente nuestro país ha hecho poco uso de las posibilidades crediticias.

Sacamos estas comparaciones a colación no para insinuar que Venezuela debía haber negociado en los mismos términos que México. Tampoco estamos insinuando que estaban dadas las condiciones para una cesación de pagos al estilo de Brasil o de Perú. Venezuela es mucho más vulnerable (interna y externamente) que esos países, aparte de que hubiera hecho falta una constelación política interna muy diferente. Simplemente queremos ilustrar que hemos reprogramado hasta ahora con una posición negociadora muy débil y carente de toda vinculación continental.

La reducción del margen de riesgo en un 0,25% es poco menos que ridícula en el actual panorama financiero mundial, dado el inminente cambio radical del manejo de la deuda del tercer

mundo. Un preludio de ese cambio es la decisión de los bancos japoneses de crear un ente "basurero", donde descargarán a precios rebajados los préstamos incobrables. Otros grandes bancos internacionales llevan tiempo acumulando reservas de contingencia para que no les afecten las pérdidas de la deuda tercermundista. En este contexto, el compromiso de pago firmado por Venezuela es poco menos que un maná caído del cielo para la banca acreedora.

**¿UNA ESTRATEGIA INTELIGENTE?**

En algún rato de ocio nos hemos planteado la interrogante de si nuestros tan vilipendiados negociadores no han actuado más inteligentemente de lo que aparentaban. Haciendo uso de ciertos retorcimientos maquiavélicos sería pensable que, gracias a la aparente "debilidad" de nuestros negociadores, el país ha estado ganando un tiempo precioso. Han pasado cinco años desde la crisis financiera de 1982 y continuamos todavía dándole largas al pago de la deuda sin perder la imagen de "muchachos buenos". En 1984, los negociadores venezolanos lograron un primer ablandamiento de la banca. En 1987 han podido otra vez posponer por tres años más los pagos fuertes. Las tasas de interés han venido siendo reducidas.

Lo inteligente de esta estrategia dilatoria es que cada año que pasa es tiempo ganado para Venezuela, ya que la situación global de la deuda del tercer mundo se agrava progresivamente y cada vez son mayores las concesiones que la banca internacional está dispuesta a hacer. En este sentido nos estaríamos beneficiando indirectamente de los problemas de otros países con clara imposibilidad de pagar su deuda. Bien pudiera ser que al sentarnos en 1989 en la mesa del tercer refinanciamiento nos condonen parte de la deuda o nos rebajen sustancialmente la tasa de interés. Lo importante, entonces, era ganar tiempo sin caer en un peligroso enfrentamiento con nuestros bancos acreedores, que hubiera entorpecido esas relaciones crediticias y comerciales con el exterior que el país tanto necesita en esta fase de saneamiento y relanzamiento de la economía.

Como Venezuela por sí sola no tenía fuerza para embarcarse en una posición dura frente a la banca, no nos ha quedado más remedio que esperar al agravamiento de la situación de otros países. Tampoco era conveniente promover activamente un frente de deudores, cuando otros países en peores

condiciones que nosotros no se han atrevido o no han podido alinearse en tal frente. Actuar de forma solidaria hubiera significado una postura quijotesca sin ningún beneficio para el país.

### LA OBSESION DE PAGAR

Pero dejemos las elucubraciones. La realidad es que los gestores de la negociación de la deuda subjetivamente no han tenido tal estrategia. En el Presidente Lusinchi ha privado una actitud moralizante al estilo del honesto padre de familia, que está consciente de que debe dinero y declara su disposición de pagar hasta el último céntimo. Un buen ciudadano. Esta actitud, dicho sea de paso, ha sido compartida también por la inmensa mayoría de la opinión pública, que nunca comulgó demasiado con la prédica de los que pretendían que el país deshonrara sus obligaciones. En el ministro Azpúrua, principal responsable del área, ha privado también la misma actitud moralizante, aunada a su condición de banquero. En la mente de un banquero no se concibe dejar de pagar porque eso representaría cerrar las puertas del negocio. A la banca venezolana le interesa sobremedida "normalizar" su relación de negocios con la banca extranjera y ésta ha sido la prioridad del ministro Azpúrua y su equipo. No aceptan la crítica de que el país ha sido sacrificado, porque piensan sinceramente que lo que es bueno para la banca, lo es también para el país.

De hecho, el análisis de las cifras revela que Venezuela ha realizado en los últimos años fuertes pagos de su deuda con un gran sacrificio para el país. De 1983 a 1986 hemos estado desembolsando un promedio de 4.500 millones de dólares por servicio de la deuda externa pública (ver Cuadro II). Han sido fundamentalmente pagos por deudas no refinanciadas, más los intereses de la deuda refinanciada.

Las cifras se refieren exclusivamente al servicio de la deuda pública, al cual habría que añadir no menos de 1.000 millones de dólares anuales promedio por concepto de servicio de la deuda externa privada. Sólomente al servicio de la deuda externa pública hemos estado dedicando durante el trienio 1983-1985 más de una tercera parte de las divisas provenientes de la exportación de petróleo. En 1986 esa proporción asciende al 50%, y si incluimos los 1.234 millones del servicio de la deuda privada, nos encontramos con la inaudita situación de que Venezuela dedicó el año pasado más de las dos terceras partes de sus in-

CUADRO II  
SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA  
(MIL US\$)

	1983	1984	1985	1986
Pagos de Capital	1.730	2.378	1.018	1.430
Pagos de Intereses	2.850	2.773	3.273	2.627
<b>TOTAL</b>	<b>4.580</b>	<b>5.171</b>	<b>4.291</b>	<b>4.057</b>
% s./Export. Petrol.	33.5	34.8	33.4	50.5

gresos petroleros al servicio de la deuda externa. Al país le ha costado eso una merma de sus reservas de casi 4.000 millones de dólares, una sobre-devaluación a 14,50 y el fantasma del empobrecimiento de amplias capas de la población.

Gentes serias y comedidas opinan que el servicio de la deuda externa no debería sobrepasar un 15% o máximo un 20% de los ingresos por exportación de un país, si no se quiere dañar seriamente las posibilidades de crecimiento

de la economía y el bienestar de la población. Quien a la luz de las cifras de 1986 ponga en duda todavía la "obsesión pagadora" del ministro Azpúrua, pertenece al limbo de los ingenuos (o al gabinete de Lusinchi). La estrategia maquiavélica que esbozábamos más arriba no ha pasado ciertamente por la mente del gobierno. Eso no quiere decir que, a pesar de la intencionalidad subjetiva de nuestros negociadores, el país no se vaya a beneficiar de los diferimientos obligados de la deuda refinanciada.

## II. INFLACION POR ETAPAS

El anuncio del segundo refinanciamiento ha coincidido con el tercer aniversario de gobierno. Después de tres años las decisiones básicas en materia de política económica ya han sido adoptadas. En Diciembre pasado se definió la política cambiaria que regirá hasta principios de 1989 (al menos, ese es el deseo oficial). En materia fiscal ya las pautas quedaron trazadas con la ejecución presupuestaria de 1986 y la Ley de Presupuesto de 1987. La política de precios ha quedado delineada durante el primer trimestre del presente año. Sólo faltaba esclarecer el panorama de la deuda externa, cosa que se hizo con los anuncios del nuevo esquema para el pago de la deuda privada (Diciembre 86) y de la reprogramación del refinanciamiento de la deuda pública (febrero 87).

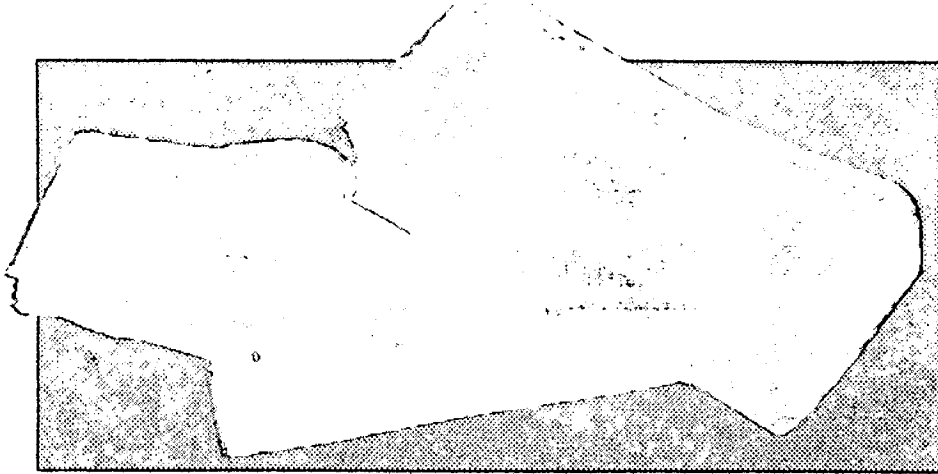
Son pocas las novedades esperables para los dos años restantes de administración. Los pilares fundamentales de la política económica están construídos. La preocupación electoral absorberá el tiempo que queda. Sin embargo, los tres años pasados han significado cambios tan drásticos en el funcionamiento de la economía, que no estará de más un paréntesis de dos o tres años para digerir

las nuevas reglas de juego. Además, han sido muchos los desgarrones producidos en el tejido socio-económico que deberán ser zurcidos. Esta será principalmente la tarea de lo que resta de período constitucional.

Quedarían dos interrogantes para un futuro próximo: la cuestión de la inflación, que dependerá de la evolución de la conflictividad social, y la política monetaria, que puede sufrir un vuelco si se aprueba la Reforma de la Ley del Banco Central.

### PRIMERA Y SEGUNDA OLEADAS INFLACIONARIAS

La oleada de aumentos de precios desatada por la devaluación se hará sentir fuertemente entre Marzo y Abril. Aparte de la inevitable inflación de costos, se está notando un peligroso ambiente de "anticipación inflacionaria", tanto por parte de los consumidores como por parte de los industriales y comerciantes. El consumidor está comprando anticipado. Sabe que sus ahorros van a valer muy poco después, por lo que prefiere comprar ahora. La presión de demanda sobre los bienes durables de



## CREACION DE DINERO

consumo se añade así a la presión de costos provenientes de la devaluación. El industrial está temeroso del posible desabastecimiento y acumula inventarios al precio que sea. Por ahí también se potencia la presión de la demanda sobre los insumos intermedios. El importador está muy consciente de la dificultad e incertidumbre de ser premiado con el "loto" de los dólares de RECADI y aumenta al máximo el precio de la mercancía importada todavía disponible. El comerciante vende también al precio máximo porque no sabe cuánto le costará reponer sus estanterías.

Estamos ahora en la cresta de la primera oleada inflacionaria, consistente en el traslado al consumidor del incremento de costos proveniente de la devaluación. Afecta fundamentalmente los productos de los sectores "comercializables", que son la mayoría de los productos agrícolas y manufactureros con componente importado o con claras posibilidades de exportación o de sustitución de importaciones. La segunda oleada tomará fuerza en la segunda mitad de 1987 y durante 1988. Esta arrastrará los bienes y servicios internos "no comercializables", cuyos precios han estado represados por el gobierno durante la primera oleada. Estos sectores tratarán de recuperar el retraso o acortar la distancia respecto a los precios aumentados en la primera oleada.

Un precio que intentará acortar la distancia será el precio de la fuerza de trabajo, es decir, los salarios. La dirigencia sindical "establecida" tendrá que enarbolar la bandera de las reivindicaciones salariales, si no quiere verse desbordada por sus bases. Los incrementos salariales, a su vez, contribuirán a restituir a la población capacidad de compra, que se manifestará en una mayor demanda sobre la producción interna.

Es lógico que la demanda tienda a desplazarse hacia los bienes y servicios internos, en vista de los niveles prohibitivos alcanzados por los bienes y ser-

vicios "comercializables". Esta presión de demanda empujará hacia arriba los precios internos, ya que la oferta (producción) no tendrá suficiente capacidad de reacción a corto plazo, por cuanto una porción creciente de los recursos productivos se está desplazando en los últimos años hacia los sectores "comercializables" (exportación y sustitución de importaciones). La presión continuará hasta que se restaure el equilibrio de precios relativos entre los bienes comercializables y los no comercializables. No es lógico que un apartamento en el interior esté costando hoy menos que un automóvil de lujo.

El verdadero peligro inflacionario a mediano plazo reside en esta segunda oleada. Así lo demuestran las experiencias de varios países latinoamericanos. Es de vital importancia que la capacidad de producción interna reaccione con suficiente flexibilidad como para satisfacer a mediano plazo el desplazamiento de la demanda interna. Creemos que eso no debería ser problemático en la situación económica actual, ya que todavía existen capacidades productivas ociosas en esos sectores (por ejemplo, construcción, servicios, textil, etc.). Eso implica que la política económica no se "ciegue" en una atención exclusiva de los bienes comercializables, sino que busque un sano equilibrio entre la orientación externa e interna.

La peligrosidad de un eventual desbordamiento de los precios internos (segunda oleada) consiste en que ello destruiría las ventajas adquiridas con la devaluación anterior (primera oleada). Al país se le dificultaría continuar exportando y la sustitución de importaciones dejaría de ser atractiva. Esto nos regresaría otra vez al comienzo del camino. Nuevas devaluaciones serían necesarias para restaurar las ventajas competitivas con el exterior.

La segunda interrogante (respecto a la política monetaria) guarda también relación con esta problemática. Es bien sabido que las inflaciones no son posibles, si los gobiernos no las financian con abundante liquidez monetaria. Básicamente, un gobierno tiene dos posibilidades de aumentar la masa monetaria. (Perdonen los doctos economistas esta simplificación). Una vía es la devaluación, ya que aumenta los bolívares que se perciben por la misma cantidad de dólares. Y otra vía es la creación de dinero nuevo por el Banco Central, que frecuentemente se hace a través de "préstamos" al gobierno. La primera vía, aunque parece contradictorio decirlo en la actual situación, es menos inflacionaria, ya que buena parte de esos nuevos bolívares es neutralizada por el mayor costo de las importaciones y, además, la producción real de bienes comercializables es estimulada por la devaluación. La segunda vía, sin embargo, es netamente inflacionaria, si el nuevo dinero no se crea para financiar los incrementos de la producción real. Las escaladas inflacionarias de los países sureños se han generado básicamente por esta vía.

La reforma propuesta a la Ley del Banco Central, que será motivo de discusión en las próximas semanas o meses, abre precisamente las puertas a la creación del dinero. Por motivos históricos muy definidos, el Banco Central de Venezuela ha tenido una capacidad de creación de dinero muy limitada. Con la reforma de la Ley, sin embargo, el BCV podría aumentar su capacidad de suministrarle dinero "nuevo" al gobierno hasta por un 40% de los ingresos fiscales (promedio de ingresos de los últimos cinco años). Estaríamos hablando de la posibilidad de que el BCV cree dinero por un monto entre 30.000 y 40.000 millones de bolívares.

Ciertamente, la creación alegre de dinero sería un disparador de la inflación. Pero no compartimos la posición de quienes adversan la reforma por el simple hecho de que abre la posibilidad de un manejo descabellado de la política monetaria. Si alguna vez tuviéramos un Banco Central descabellado, es porque tendríamos un gobierno todavía más descabellado, así que de poco valdrían las cortapisas legales. Es bueno ampliar el espectro de posibles medidas monetarias, porque la política económica de los próximos años tendrá que ser mucho más fina y activa. Hasta ahora, la política económica global ha estado excesivamente circunscrita al ámbito fiscal.