



Eduardo J. Ortiz Felipe

¿Por qué y hasta cuándo?

## Bonos Cero Cupón

Desde hace unos meses los Bonos Cero Cupón se han convertido en la vedette de la política monetaria del Gobierno.

Periódicamente se nos anuncia cuántos millones se van a subastar, ocasionalmente se nos comunica que una subasta ha quedado desierta, y gran parte del público, que siente los retortijones del "paquete" pero no entiende su tramoya, se pregunta si ésa no será otra de las muchas loterías donde pocos ganan y muchos pierden.

En los párrafos que siguen se pretende contestar de manera sencilla a estas tres preguntas:

- ¿Qué son los Bonos Cero Cupón?
- ¿Qué se pretende obtener con ellos?
- ¿Qué éxito se ha tenido en lograr los objetivos propuestos?

### BONOS COMO FINANCIAMIENTO DE LA PRODUCCION

Los Bonos se han utilizado normalmente como un instrumento para financiar la producción. Quien tiene dinero sobrante los compra, y la Empresa que necesita dinero los emite.

El Bono es un certificado que garantiza a su propietario que al término o vencimiento del mismo se le va a devolver el dinero que prestó, y que en algún momento previamente estipulado va a cobrar también los intereses generados por ese préstamo.

Estos intereses pueden ser fijos o variables, pero deben ser pagados al tenedor del Bono sea cual sea el éxito o fracaso del negocio para cuyo financiamiento fueron emitidos.

En esto se diferencian de las Acciones, con las que se compran cuotas de propiedad en la Empresa, que dan derecho a participar proporcionalmente en las ganancias y comprometen asimismo a asumir las pérdidas.

También el Estado emite Bonos de la

Deuda Pública como Dación en Pago, o para obtener Ingresos Extraordinarios (1) cuando los Ordinarios no son suficientes para cubrir los Gastos previstos en el Presupuesto.

Pero no es éste el tipo de Bonos del que estamos hablando en este artículo. Primero porque en él nos estamos refiriendo a Bonos Cero Cupón. Pero sobre todo porque estos Bonos Cero Cupón no se están utilizando para financiar actividades del Gobierno sino para controlar la Liquidez.

Expliquemos ahora estos dos elementos.

### BONOS NORMALES Y BONOS CERO CUPON

Un Bono "normal" consta de un papel donde se indican las características fundamentales del mismo (ente emisor, precio normal, tasas, fecha de vencimiento) y de unos cupones que controlan el cobro de los intereses.

Si, por ejemplo, un Bono vence al cabo de un año pero paga intereses mensuales, tendrá doce cupones. Cada mes el dueño del Bono entregará un cupón y retirará sus intereses. El último mes, al arrancar el último cupón, al beneficiario del Bono se le pagará la última cuota de intereses y además se le devolverá el Capital invertido.

En los Bonos Cero Cupón no hay pagos periódicos de intereses, y por lo tanto no existen cupones. Algunas veces los intereses se pagan de una sola vez a la fecha de vencimiento. En el caso que nos atañe se descuentan por adelantado, de manera que el desembolso efectuado por el comprador es menor que el precio nominal del Bono.

Hace unos años se comenzó a hablar en Venezuela y otros países de América Latina de los Bonos Cero Cupón como uno de los mecanismos mediante los cuales las Empresas podían pagar su Deuda Ex-

terna. La Empresa en cuestión compraba unos Bonos en un Banco de un país extranjero (normalmente de Estados Unidos o del país con el que se hubiese contraído la deuda) con una fecha de vencimiento de largo plazo (diez o más años). Al final del período esos Bonos habían acumulado un monto suficiente para pagar la Deuda contraída.

Pero, como hemos dicho más arriba, ahora los Bonos Cero Cupón no pretenden pagar Deuda Externa sino controlar la Liquidez.

### LIQUIDEZ MONETARIA

La liquidez monetaria mide la cantidad de dinero disponible en poder del público (personas particulares, empresas, banca).

En términos más estrictos se habla del circulante como dinero de extrema liquidez o disponibilidad inmediata. El circulante incluye las monedas y billetes, pero también las cuentas corrientes o depósitos a la vista, ya que hoy día es normal efectuar pagos mediante cheque.

Para decidir si la liquidez de un país es excesiva o deficiente no podemos hablar en términos absolutos. Cincuenta litros de riego son insuficientes para un jardín, pero excesivos para una mata.

¿Con qué hay que comparar la liquidez para juzgar si su caudal es beneficioso o nocivo?

En términos simples pero fundamentalmente correctos podemos decir que todo depende de la vitalidad del aparato productivo. La cantidad de dinero disponible debe ser regulada de manera que no inhiba la producción de los bienes y servicios que se necesitan para satisfacer las necesidades de la población, lo que implica a su vez capacidad de pago por parte de los consumidores, para que el dinero regrese a los fabricantes y se mantenga fluido el circuito (2).

Para reforzar esta imagen, a veces se compara al cúmulo de bienes y servicios de un país con la pared de una represa.

Si el agua está permanentemente muy por debajo, hay demasiada pared o poca agua. En nuestro caso esto significa que la liquidez es insuficiente. El país ha producido demasiado en relación con la capacidad efectiva de demanda. La población no puede comprar lo producido, con lo que al año siguiente la producción se reducirá o estancará.

Si, por el contrario, el agua se desborda,

las inundaciones van a arrasarse el entorno y pueden poner en peligro la misma represa. En economía esto se llama inflación.

Para entenderlo mejor imaginemos un país con una economía cerrada (sin intercambio comercial con otros países) en el que cien millones de circulante son suficientes para pagar los bienes y servicios producidos. Si el Banco Central de ese país inyecta a la circulación doscientos millones, la población se va a sentir más rica y va a estar dispuesta a pagar más para obtener lo mismo. El exceso de demanda va a generar una presión sobre los precios que en condiciones normales los duplicará. Se habrá generado inflación porque se terminará pagando doble para obtener lo mismo.

En una economía abierta y en condiciones reales el mecanismo de inflación no es tan nítido y simple, pero las tendencias fundamentales permanecen. Un exceso de liquidez hace aumentar los precios.

En la situación actual venezolana el Banco Central está muy atento al movimiento del mercado de Divisas como indicador del estado de la liquidez. Cuando hay excesiva demanda de Dólares sube su precio en relación con el Bolívar. La consecuente depreciación de la moneda nacional eleva directamente el costo de las importaciones y dada la fuerte dependencia externa de nuestro aparato productivo, hace subir los precios de los bienes consumidos en Venezuela. Eso sin mencionar otros efectos indirectos como la pérdida de confianza, la fuga de capitales y la especulación abusiva en los precios.

## CONTROL DE LA LIQUIDEZ

Uno de los mecanismos que utiliza la autoridad monetaria para controlar la liquidez son las Operaciones de Mercado Abierto, dentro de las cuales se inscriben nuestros Bonos Cero Cupón.

Cada vez que el Banco Central de Venezuela subasta Bonos Cero Cupón, retira de las manos del público un dinero sobrante que puede desatar movimientos inflacionarios. Hasta que no llegue la fecha de vencimiento, ese dinero no regresa a las manos de sus dueños originales y en consecuencia el circulante se restringe.

Meses atrás el BCV instauró unas Mesas de Dinero que tenían una función semejante, aunque en ese caso la efectividad de la medida era menor ya que había más facilidades para retirar en cualquier

momento lo depositado.

Otra medida que puede utilizar el BCV es aumentar el Encaje Bancario. Recientemente los Depósitos Públicos han sido afectados con un Encaje del 80%, lo que quiere decir que por cada bolívar recibido de un Organismo Público los Bancos deben mantener inactivos como garantía ochenta céntimos, y sólo pueden negociar con los veinte céntimos restantes.

En este sentido se oye hablar a veces de la conveniencia de establecer Encajes Selectivos (diferentes para cada tipo de depósito), como medida alternativa a los Bonos Cero Cupón para controlar la liquidez.

Aunque esta medida ha pretendido además acabar con las comisiones ilegales que funcionarios públicos inescrupulosos estaban negociando con los Bancos para colocar sus fondos.

## PROS Y CONTRAS DEL CERO CUPON

Comencemos por reconocer algunas bondades del mecanismo.

En primer lugar hay que admitir que la terapia ha surtido efectos inmediatos en la **reducción de la liquidez**. Según haya sido el monto de la subasta, en pocos minutos se pueden retirar completamente de la circulación hasta 40,000 millones de Bolívares (10 de abril de este año). Es difícil imaginar otra medida que logre tanto en tan poco tiempo. En total, desde el 27 de agosto de 1990, se han emitido Bonos Cero Cupón por valor de casi 500,000 millones de Bolívares.

Pero la reducción de la liquidez no es un fin en sí, sino que se hace para obtener algo.

Y tenemos también que admitir que se ha logrado mantener cierto **control del mercado cambiario**. Es verdad que desde hace años éste se ha ido deteriorando progresivamente, pero no ha colapsado; y con su comportamiento ha desmentido un mes tras otro la mayor parte de los pronósticos alarmistas de los especialistas más calificados.

Por otra parte, hemos obtenido algunas victorias en el **control de la inflación**. Aunque las actuales tasas resulten preocupantes, y aunque es difícil no verlas como presagio de tiempos aún peores por venir, no podemos dejar de reconocer, al leer las estadísticas de otros países latinoamericanos mucho más fuertes y poderosos

que el nuestro, que no todo se ha hecho mal en este campo. Hasta ahora no nos hemos visto obligados a cambiar de moneda, y estamos muy lejos de las pavorosas inflaciones de cuatro y cinco dígitos que sufren otros países. No somos los mejores, no hemos sabido utilizar correctamente todas las armas que estaban a nuestro alcance, y tampoco podemos atribuir los logros en este campo únicamente a la política monetaria. Pero algo ha tenido que ver la constante vigilancia del Banco Central sobre la liquidez monetaria con el hecho de que no nos hayamos derrumbado por completo.

Pero todo lo anterior no obsta a que veamos con preocupación el agotamiento de un mecanismo que no da más de sí, y que además muestra otra cara nada tranquilizante.

En primer lugar, los Bonos Cero Cupón contribuyen decisivamente al **aumento de las tasas de interés**.

Nadie compra esos Bonos por patriotismo. El anzuelo principal con el que se trata de atraer al comprador es su elevada tasa de interés. Si esos Bonos pagaran menos que otro tipo de Depósitos en la Banca Comercial, nadie los compraría.

Y dada la importancia del Banco Central en la economía nacional, esas tasas están sirviendo como señal para el resto del Sector Financiero. En su afán por conquistar clientela cada Banco trata de mantener las tasas más altas que sus competidores.

El resultado inmediato de esta alza en las tasas es el estancamiento de la producción. Primero porque pocos se atreven a incursionar en un campo donde los costos financieros son tal altos. Y además porque los mismos productores terminan por pensar que es más seguro especular con los fondos disponibles que ponerlos a producir.

Con lo que hemos dicho antes sobre los mecanismos de la inflación, vemos que esta tendencia tiende a convertirse en un proceso sin fin. Al reducirse la producción de bienes hay que volver a recortar la liquidez lo cual, mientras se sigan elevando las tasas de interés, volverá a afectar negativamente a la producción. Y así este proceso se repetirá indefinidamente.

Las altas tasas de interés pagadas por el Bono Cero Cupón traen además como consecuencia un **alto costo** para el Banco Central y en último término para la Nación. En menos de un año se han pagado

alrededor de 30.000 millones de bolívares en intereses. Una parte considerable del Presupuesto del Gobierno que el año que viene estará por 800,000 millones de bolívares.

Complementariamente, este mecanismo corre el peligro de convertirse en un premio a los especuladores. Quien compra Bonos Cero Cupón no es el ahorrista corriente, sino los grandes Empresarios y Banqueros. La recurrencia de subastas que quedan desiertas se puede adicionalmente interpretar como si los grandes capitales quisieran dictar la política económica del Gobierno. Ellos decidirán cuál es la tasa que les resulta rentable, y cuando la ofrecida por el Banco Central no les pareciera suficiente lo "castigarán" no comprándole Bonos. Aunque otra explicación posible, muy utilizada en estos casos por el Sector Privado, es que no siempre el Banco Central atina al juzgar que hay un exceso de liquidez, con lo que a veces emite Bonos cuando no hay dinero suficiente para comprarlos.

Por fin, este tipo de medidas sólo tiene sentido cuando se utiliza por un tiempo corto y como medida de emergencia. En la actualidad ya gran parte de sus efectos beneficiosos corre peligro de desaparecer por el simple paso del tiempo. Si, por ejemplo, se emiten Bonos con un vencimiento de noventa días, a los tres meses hay que amortizarlos y devolver a la circulación todo el caudal que se había retirado con las subastas anteriores. Si no han mejorado las condiciones del enfermo, las nuevas subastas deberán volver a retirar todo el circulante que acaban de "derramar" y tendrán que recoger además el exceso que se sigue produciendo.

Al final nos encontraremos con una tripulación que para sacar el agua que se ha introducido en las bodegas del barco la arroja a cubierta. En definitiva el agua se queda dentro y la tarea de achique resulta inútil.

## POLITICA FISCAL

Es de esperar que a estas alturas el lector se pregunte dónde está el agujero por el que entra tanta agua a la economía nacional.

El agua puede provenir de muy diversas fuentes.

De las ganancias abultadas del Sistema Financiero, favorecidas por un margen sustancioso entre las tasas activas (las que

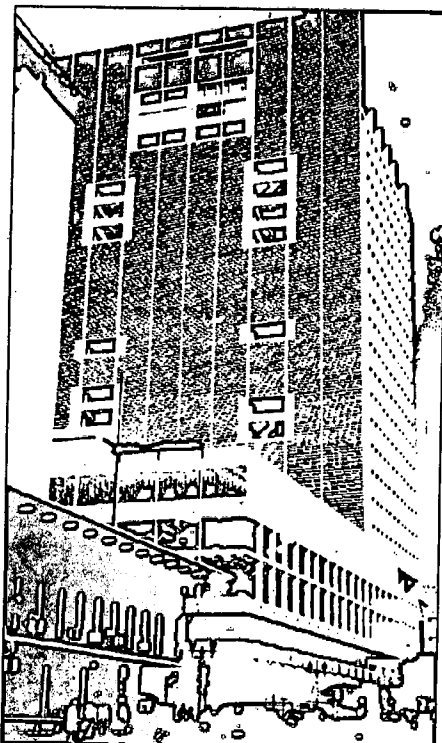
cobra por sus créditos o colocaciones) y las pasivas (las que paga por los depósitos o captaciones).

De un aparato productivo que, atraído por el señuelo de ganancias fáciles, prefiere especular a reinvertir.

De actividades inquietantes, y al parecer más extendidas de lo que creíamos, como el lavado de dólares procedentes del narcotráfico.

Pero, quizás la mayor responsabilidad por la apertura de este boquete haya que achacarla a la Política Fiscal.

En Economía, cuando se habla de Polí-



tica Fiscal se hace referencia directa a los Ingresos y Gastos del Gobierno reflejados fundamentalmente en su Presupuesto.

Es evidente a primera vista que el Gobierno es un desaguadero insaciable que gasta más de lo que recibe.

Lo cual en otras circunstancias no tendría por qué ser necesariamente malo. Keynes defendió hace ya sesenta años que en momentos de crisis el Gobierno debía asumir la responsabilidad de recuperar la economía endeudándose, y que la teoría tradicional sobre Hacienda Pública que prohibía al Gobierno gastar lo que no tenía no siempre era acertada.

Pero cuando lo excepcional se convierte en rutinario hay razones para preocuparse. Más aún cuando se tienen motivos sobrados para afirmar que el dinero público no siempre está siendo administrado

con eficiencia ni con honestidad, y que una parte considerable del gasto público es socialmente improductiva.

Un gasto público incontrolado, y que no se traduzca en un incremento paralelo de la producción entendida en sentido amplio (generación de bienes y servicios), resulta peligrosamente inflacionario. Eso equivale a arrojar a la circulación millones de bolívares sin una contraparte real que los absorba.

Falta preguntar de dónde saca el Gobierno tantos reales. Aún si se generaran por los Ingresos Ordinarios, una inundación repentina de dinero sería altamente nociva. Esa fue una de las razones por las que el primer Gobierno de Carlos Andrés Pérez, ante la afluencia inesperada de dólares debida a la primera estampida de los precios del petróleo, creó el Fondo de Inversiones de Venezuela con el fin de represar y desviar a otra parte disponibilidades que la economía venezolana del momento no era capaz de absorber.

Pero hoy la situación es otra. El Gobierno gasta, y a veces malgasta, lo que no tiene. Está provocando un derrame que nos anega a todos. Y si consigue el dinero fuera, está además acrecentando la Deuda Externa.

En cualquier caso, mientras no controle mejor su propio gasto, está deshaciendo con una mano lo que construye con la otra.

## Notas:

1. El concepto de Ingreso Extraordinario es diferente en la Contabilidad Comercial y en la Nacional. En la primera se considera Ingreso Extraordinario el procedente de actividades que no son las principales de la Empresa. Si por ejemplo una panadería ha obtenido ganancias vendiendo un local ésta se considera un Ingreso Extraordinario. En cambio en el Presupuesto Nacional los Ingresos Ordinarios provienen de los Impuestos en sentido amplio (regalías, tasas, aranceles etc.) Y los Extraordinarios del endeudamiento.
2. Decimos que esta visión es simple, porque hoy día no se mantiene dinero sólo con fines transaccionales o de intercambio. Las finanzas se han convertido ya en un mundo propio no siempre relacionado directamente con la producción. Pero sigue siendo cierto que una especulación financiera hipertrofiada, excesivamente desligada de la producción, genera crisis indeseables incluso en países líderes en la economía mundial.