

# La renegociación de la deuda

Ramón Espinasa  
y Bernard Mommer

## UN POCO DE HISTORIA

El proceso del endeudamiento público externo de Venezuela se inició durante el primer gobierno de Carlos Andrés Pérez en condiciones de una abundancia extraordinaria de recursos financieros a raíz del crecimiento explosivo de la renta petrolera. Una vez puesto en marcha, resultó un movimiento incontenible, incontrolable y caótico. Tan sólo llegó a su fin cuando la capacidad de endeudamiento del Estado venezolano estaba copada y la banca internacional se negó a seguir presionándolo.

Por otra parte, el gasto y la inversión masiva de la renta petrolera, además de los recursos obtenidos por endeudamiento, generó primero en un crecimiento acelerado de la economía nacional el cual, sin embargo, era relativamente modesto, pues de ninguna manera guardaba proporción con la magnitud de los recursos gastados. Más aún, durante el último año de gobierno de Carlos Andrés Pérez la economía venezolana, incapaz de absorber productivamente semejantes recursos, entraba en una fase de estancamiento. No obstante, también el gobierno de Luis Herrera Campins siguió gastando e invirtiendo toda la renta petrolera y cuantos recursos pudieran obtenerse por vía del endeudamiento. El sector privado, por su parte, frente a una economía estancada y con ganancias abundantes, no pudo hacer otra cosa de lo que hizo: canalizarlas hacia el exterior; aunque sí hubo un sector minoritario del sector privado que también se endeudó en este período.

Es así como se llegó al 18 de febrero de 1983, el famoso *Viernes Negro*. La abundancia se había convertido en escasez. Y poco a poco el Gobierno venezolano de entonces tuvo que enterarse que la cuantía de la deuda pública era mucho mayor de lo que se suponía, ya que a sus espaldas las empresas del Estado se habían endeudado

masivamente. Más aún, estas empresas sólo estaban autorizadas para contraer deudas a corto plazo, disposición ésta que se obvió con la complicidad de la banca internacional, al renovarse continuamente estos préstamos de manera que se trataba, en realidad, de un endeudamiento a largo plazo que hubiera debido ser autorizado por el Gobierno central.

Al momento de negarse la banca internacional a seguir prestándonos, Venezuela se encontraba endeudada al máximo, además, con una deuda de pésima estructura. En su mayor parte era de corto plazo. El Gobierno venezolano se encontraba, entonces, incapacitado para hacer frente a los vencimientos, lo que condujo a la primera renegociación. Esta culminó "exitosamente" durante el gobierno de Jaime Lusinchi, en 1986. El resultado consistía simplemente en una reestructuración temporal, de 14 años, de manera que su pago se extendería hasta el año 2000.

Esta primera reestructuración se basaba en una determinada capacidad de pago de Venezuela que se vio radicalmente reducida prácticamente en el mismo momento en que habían concluido las negociaciones con la banca internacional. Nos referimos al derrumbe de los precios del petróleo y, por ende, de la renta petrolera en 1986. En comparación con las expectativas sobre las cuales se basaban las negociaciones, Venezuela perdió entonces un ingreso anual que se puede estimar en 5.5 mil millones de dólares. ¡Más que todo el servicio previsto de la deuda! Dicho de otra manera, en términos relativos el peso de la deuda en 1986 se multiplicó...

Ello llevó a la segunda renegociación de la deuda por parte del nuevo gobierno de Carlos Andrés Pérez, negociaciones éstas cuya fase fundamental acaba de culminar. Ahora no sólo se trataba de reprogramar la deuda en el tiempo, sino también de reducirla. Prestar dinero es un negocio, y cuando un negocio fracasa se incurre en

pérdidas. Venezuela se había equivocado al endeudarse en la medida que lo hizo, pero también la banca se había equivocado al prestarnos; dada la insolvencia del país era preciso distribuir de alguna manera las pérdidas entre ambos.

## LA NUEVA RENEGOCIACION DE LA DEUDA PUBLICA "COMERCIAL"

Veamos entonces los resultados obtenidos en esta nueva renegociación de la deuda. Como punto de partida, señalemos que para fines de 1989 Venezuela tenía una deuda externa total de US\$ 31.3 mil millones. Esta cifra incluye una deuda privada de US\$ 3.4 mil millones la que, en principio, se seguirá siendo cancelado como estaba previsto. Es decir, la deuda privada desaparecerá por completo para 1994.

La deuda pública externa alcanza, por tanto, la cifra de US\$ 27.7 mil millones, de los cuales US\$ 19.8 mil millones son "deuda comercial", es decir, contratada con bancos privados. Es esta deuda "comercial" la que se renegocia.

Para Venezuela el objetivo de la renegociación era reducir tanto el monto mismo de la deuda como su servicio anual. Ello podía lograrse por diferentes vías, y tomándose en cuenta la variedad de los bancos internacionales involucrados en estas negociaciones, además sujetos a diferentes legislaciones nacionales, se elaboró lo que se llamó un "menú de opciones", en principio bastante semejante al precedente creado con la renegociación de la deuda externa mexicana.

El "menú" tiene las siguientes opciones:

### 1ª. REDUCCION DE LA DEUDA: COMPRA Y CONVERSION

En cuanto a la reducción de la deuda propiamente dicha, la opción más interesante para Venezuela es la posibilidad de participar en el mercado de compra-venta de su propia deuda donde ésta, precisamente por nuestras dificultades de pago, se ofrece con un descuento generalmente entre un 50 y 60%. Sin acuerdo previo con la banca, Venezuela no podía participar legalmente en este tipo de transacciones.

Por otra parte, este mismo descuento se obtendrá con el programa de conversión de deuda en inversión ya en marcha, es decir, la opción que se ofrece al acreedor de convertir su deuda en inversión en Venezuela.

Con esta opción la deuda se reducirá, en promedio, en alrededor de un 55%. Pa-

ra el acreedor la ventaja consistiría en haberse liberado de títulos problemáticos para convertirlos, aunque sea con un descuento considerable, en efectivo o activos reales.

## 2ª. REDUCCION DEL CAPITAL

Esta opción consiste, por una parte, en una reducción de la deuda en un 30%, además de extenderse a treinta años el plazo para cancelar entonces, con un pago único, toda la deuda. Dicho de otra manera, durante este período sólo se pagarán semestralmente los intereses, pero no hay amortización del Capital.

Venezuela, por su parte, tiene que hacer un depósito equivalente a 14 meses de intereses como garantía, de manera rotativa, además de comprar de una vez bonos del tesoro norteamericano por un valor equivalente, al acumularse los intereses correspondientes durante 30 años, al pago de Capital que debe efectuarse entonces.

Si se toma en cuenta el costo financiero implícito en el pago inmediato de los llamados "cero cupones", la reducción neta de la deuda con esta opción se reduce, en realidad, de un 30% a un 15%. La ventaja para el acreedor es obvia: una mayor seguridad en cuanto al pago de los intereses y, sobre todo, la conversión de títulos de deuda venezolanos en bonos norteamericanos, libremente negociables, por lo demás de una confianza incuestionable.

## 3ª. REDUCCION DE INTERESES: INTERESES FIJOS

Esta opción consiste en convertir la deuda existente al valor par, es decir sin reducción alguna, en una nueva deuda de treinta años, también sin amortización del capital que se paga de una vez con "cero cupones", además de convertirse la tasa de interés variable en fija, de 6.75%. En este caso Venezuela tiene que efectuar también un depósito rotativo, como garantía, pero equivalente solamente a 12 meses de intereses.

Tomando en cuenta la tasa de interés que Venezuela paga en este momento, de 9.5%, y de las perspectivas de tasas altas para el futuro previsible, es obvia la ventaja obtenida para Venezuela. Para la banca las ventajas son, en principio, las mismas que en la opción anterior.

## 4ª. REDUCCION TEMPORAL DE LOS INTERESES

Con esta opción la tasa de interés se reduce sólo para los próximos cinco años (al

5% los primeros dos años, al 6% el tercer y cuarto año, y al 7% el quinto año; luego se vuelve al régimen de tasas de interés variables). En este caso el préstamo se extiende a 17 años, con siete de gracia. Es decir, la amortización del capital se iniciará en 1997, y se realizará en 10 pagos anuales por partes iguales. También en este caso Venezuela tiene que efectuar un depósito rotativo, como garantía, equivalente a los intereses de 12 meses.

La reducción de la tasa de interés para los próximos cinco años, además de no pagarse el capital durante siete años, implica un importante alivio temporal para el país.

## 5ª. AUMENTO DE LA DEUDA: DINERO FRESCO

Esta es, con creces, la opción menos ventajosa para Venezuela. De hecho, se limita a una reprogramación de los pagos, al extenderse el préstamo a 17 años, con siete de gracia en cuanto al capital, pero sin reducción alguna de los intereses. Empero, la banca otorga al mismo tiempo nuevos préstamos a Venezuela, equivalente al 20% de la deuda que se acoge a esta opción. Estos nuevos préstamos serían a 15 años, con siete de gracia.

Venezuela aumenta con esta opción su deuda, pero de todas maneras la situación crítica actual conoce un pequeño alivio con el dinero fresco. Sin embargo, en esta opción el Estado venezolano establece un cupo de cinco mil millones de dólares. Así se garantiza que la banca tiene que escoger opciones más favorables, como mínimo, por el orden de los restantes 14.8 mil millones.

## CLAUSULAS MENORES

Para completar, señalemos que en todas las opciones se reduce, además, el llamado spread, una pequeña tasa adicional presente en todos los títulos de deuda venezolana.

Por otra parte se establece, en los casos de reducción temporal de intereses y de intereses fijos, una cláusula de "recaptura". Esta estipula que si se produce un aumento significativo de los precios del petróleo en el futuro, la banca recupera parcialmente su pérdida del pasado.

## EVALUACION GLOBAL

Para evaluar globalmente el resultado alcanzado por los negociadores venezolanos, hay que hacer unos supuestos en cuanto a las opciones que escogerán los diferentes bancos involucrados en esta

transacción. Por otra parte, aunque conociéramos ya las decisiones de los acreedores, todavía habría que hacer supuestos, para cualquier evaluación, sobre el desarrollo futuro —los próximos treinta años!— de las tasas de interés.

Valga entonces el siguiente ejercicio —Escenario A— se supone que:

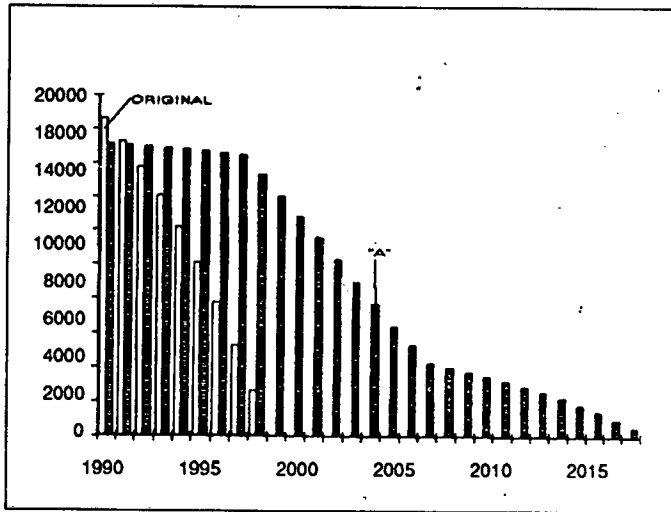
- (1) la compra de deuda y la conversión de deuda en inversión alcanza 4.3 mil millones de dólares;
- (2) la banca agota el cupo para la opción de dinero fresco, que es de cinco mil millones;
- (3) el resto —10.8 mil millones— se distribuye en un 32,21 y 47% entre las opciones de reducción de capital, reducción temporal de intereses e intereses fijos. Estos porcentajes se acercan al caso mexicano; al fin y al cabo, se trata de los mismos bancos.
- (4) Se incluye en el cálculo los costos financieros implícitos, por ejemplo, en la creación de fondos de garantía, *cero cupones*, y recompra de la deuda.
- (5) En cuanto a las tasas de interés, se suponen como constantes a lo largo de los próximos treinta años.
- (6) No tomamos en cuenta la posible "recaptura"

En estas condiciones, al calcular el valor presente de los pagos programados por la renegociación anterior y al compararlo con el valor presente de los pagos programados con esta nueva renegociación, la reducción de la deuda puede estimarse en un 17% de la deuda *reestructurable*; es decir, el 17% de 19.8 mil millones, o sea, 3.3 mil millones. Calculado sobre la deuda global, de 31.3 mil millones, la reducción sería de un 11%.

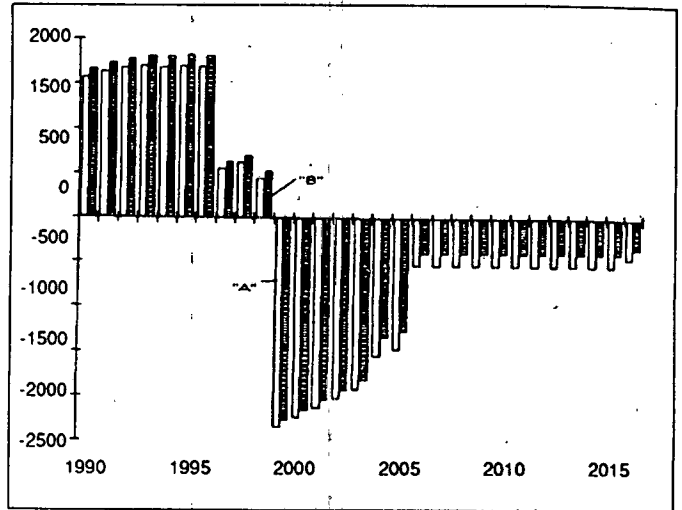
Sin embargo, si suponemos otro escenario —Escenario B—, que la recompra y conversión de deuda en inversión alcancen los siete mil millones, como lo sostiene el siempre optimista Ministro de Cordinación Miguel Rodríguez, manteniéndose las demás condiciones constantes, la deuda se reduciría en un 23% de 19.8 mil millones, o sea en 4.5 mil millones. Ello representaría un 15% de la deuda total.

Además, el análisis de los flujos programados revela otra ventaja: el perfil temporal que implica un alivio sustancial, del orden de 1.6 mil millones anual hasta 1996 (Gráficos 1 y 2). Luego esta ventaja se reduce a 0.5 mil millones para los años 1999. Desde luego, a partir del año 2000 (cuando se hubiera cancelado el total de la deuda según el anterior esquema) la situación se invierte: ahora habrá que seguir sirviendo la deuda hasta el año 2019.

**Gráfico 1**  
**EVOLUCION DEUDA EXTERNA REESTRUCTURADA**  
Escenarios "A" y Original (MMM \$)



**Gráfico 2**  
**DIFERENCIA SERVICIO ANUAL**  
**DEUDA REESTRUCTUADA**  
Escenario "A" y "B" vs. Original (MMM \$)



**CONCLUSIONES**

Venezuela logró en esta renegociación de la deuda un alivio significativo en cuanto a su situación externa. Si a ello añadimos las perspectivas muy favorables que presenta hoy día el mercado mundial del petróleo —el petróleo seguirá siendo decisivo— además del crecimiento de las exportaciones no tradicionales, pareciera que, al fin, tocamos fondo.

Después de los despegues fallidos de la economía cuando Luis Herrera y Jaime Lusinchi, que ambos se estrellaron contra el descalabro del sector externo, ahora sí pareciera posible un nuevo equilibrio de este sector. Con ello sería factible realizar las transformaciones estructurales que la economía nacional indudablemente necesita, para volver paulatinamente a un nuevo crecimiento sostenido.

Sin embargo, el equilibrio externo no es sino una condición necesaria pero no suficiente para la recuperación de la economía nacional. Más aún, no hay que perder de vista que de ninguna manera la deuda pública externa va a desaparecer. Por el contrario, si tomamos en cuenta aunque sea sólo los nuevos préstamos que el gobierno actual ya está gestionando con instituciones multinacionales, la deuda externa venezolana prácticamente seguirá al mismo nivel de unos 28 mil millones de dólares hasta 1997 (Gráfico 3). Y la modesta baja que puede observarse en este Gráfico a partir de 1998, corresponde simplemente a la lejanía de la fecha que todavía no está incluida en la programación actual de nuevas deudas.

La base de nuevos préstamos es y se-

rá el petróleo venezolano. Las perspectivas tanto de la expansión cuantitativa y cualitativa de la industria petrolera venezolana como de los precios internacionales del petróleo van a crear condiciones para restablecer el flujo de préstamos hacia Venezuela. Si no estamos conscientes de las causas que nos llevaron a la irracionalidad del primer endeudamiento es muy fácil que volvamos a tener niveles amenazantes de deuda pública externa.

Es igualmente importante recordar constantemente que el grave desequilibrio externo de los últimos siete años fue consecuencia, sin duda alguna, de graves desequilibrios *internos*. ¿Y quién puede

sostener seriamente que las fuerzas, dentro y fuera del aparato del Estado, que lo empujaron hacia su endeudamiento ruinoso, apropiándose y monopolizando para sí la renta petrolera futura, acumulada en cuentas bancarias en el exterior, no siguen vivas y más fuertes que nunca?

No debemos olvidar que el proceso de endeudamiento llegó a su fin en 1983 no por una decisión interna, sino por la negativa de la banca internacional a seguir prestándonos. Cualquier mejoría de la economía nacional volverá a aumentar la capacidad de endeudamiento del país, y aquellas fuerzas están más que dispuestas a agotar inmediatamente también a este nuevo margen.

**Gráfico 3**  
**DEUDA EXTERNA. ESCENARIO "A" 1990 - 2000**

