Impacto y consecuencias
EL CERO-CUPON

Miguel A. Rodríguez F.

Con la aprobación del Convenio Cambiario No. 5, el gobierno nacional se prepara a entregar dólares para la cancelación de intereses por concepto de deuda privada externa, a la tasa preferencial de 4,30 Bs./$. El gobierno ha procedido a efectuar esta concesión, basado en un supuesto ahorro en dólares que produciría el "prepago" de deuda privada mediante la adquisición de bonos "cero cupón" del Tesoro norteamericano.

El objeto de este artículo es advertir que la asignación de dólares a 4.30 para cancelar intereses es improcedente, porque el supuesto ahorro de dólares no existe. La argumentación del gobierno está llena de severos equívocos que emanan de una errónea interpretación de conceptos financieros básicos. En caso de concederse el beneficio de estos dólares preferenciales, el mecanismo del "cero-cupón" no será otra cosa, sino un artificio que transfiere recursos del sector público a un reducido grupo dentro del sector privado, con el agravante de que garantiza el pago de deuda externa a los acreedores en condiciones lesivas al interés nacional.

EL MECANISMO DEL "CERO-CUPON"

Lo que se ha dado en llamar el mecanismo del "cero-cupón" consiste, simplemente, en efectuar el prepago de la deuda externa comprando unos títulos financieros de largo plazo que emite el Tesoro de los Estados Unidos, y que como no pagan intereses *periódicos*, se les denomina "cero-cupón". Esto no significa que estos bonos no generan intereses, sino que al ser comprados a descuento, producen un retorno implícito, competitivo con los de otros instrumentos financieros de largo plazo. Como explicamos más adelante, el mecanismo del cero cupón es una alternativa perfectamente equivalente a cualquier modalidad normal de amortización de deuda, que lo único que permite es disminuir el riesgo de cobro de la deuda para el acreedor (v. gr., la banca internacional).

Pero, veamos cómo se hace el prepago de la deuda.* Supongamos una deuda de 1.000 dólares a cancelar en diez años. Bajo cualquier alternativa de amortización (servicio fijo, amortización fija, etc.), los 1.000 dólares se cancelarían a lo largo de esos diez años. La modalidad del cero cupón permitiría al deudor comprar de una vez los bonos del Tesoro norteamericano con un valor nominal de 1.000 dólares, pero a un descuento sustancial. Si el descuento de los bonos de diez años es de aproximadamente del 70 por ciento, entonces el deudor compraría bonos de un valor nominal de 1.000, por un monto aproximado de 300 dólares, que entregaría en fideicomiso al Banco Central, para que éste se los transfiera a los bancos acreedores al final de los diez años. En aquel momento los bonos serían rescatables por 1.000 dólares, y de esta forma los bancos garantizarían el pago total del capital en el período estipulado. En el ínterin, los deudores tendrían que ir cancelando intereses a la banca por el total de la deuda de 1.000 dólares.

Pero aquí no termina la historia. Los proponentes y futuros beneficiarios del cero-cupón mantienen, equivocadamente, que se produce un ahorro en divisas equivalente al descuento en la compra de los bonos, y por tanto, estos dólares deben entregarse también a los deudores para el pago de intereses a la tasa preferencial de 4.30, que el gobierno otorga para amortizar el capital de la deuda privada debidamente registrada.

El grueso error proviene de la inadvertida utilización de los conceptos básicos de valor presente y de costo de oportunidad de las reservas internacionales. El supuesto ahorro en dólares *por esa magnitud* sólo se produciría si las reservas internacionales del Banco Central no ganaran intereses. Sin embargo, todos sabemos que hasta las reservas más líquidas del B.C.V. (a excepción del oro) están colocadas en instrumentos financieros competitivos en el exterior. Esto quiere decir, bajo el supuesto de mercados de capitales relativamente eficientes, que con los mismos 300 dólares hoy, el BCV generaría un flujo en el futuro que equivaldría aproximadamente a los 1.000 dólares de capital a amortizar (1). Esta perogrullada se ilustra cuando uno estima el valor presente de distintas alternativas de financiamiento. En el cuadro 1, realizamos este cálculo para el caso de nuestro ejemplo de 1.000 dólares de deuda. El valor presente es el mismo para los casos del cero-cupón y una modalidad en la que se amorticen cuotas fijas, lo que muestra la perfecta equivalencia entre ambas alternativas de financiamiento (2).

Al mismo resultado se llegaría realizando el ejercicio de simulación donde se comparará la erogación neta en dólares por parte del BCV, en caso del cero-cupón, o de cualquier alternativa en la que el Banco invierta convenientemente sus reservas internacionales.

IMPLICACIONES INTERNAS DEL CONVENIO CAMBIARIO No. 5

Al no haber ningún ahorro en dólares con el mecanismo del cero-cupón, obviamente debe producirse una transferencia interna en bolívares cuando se pretende entregar dólares a 4.30 para el pago de intereses (por un monto equivalente porcentualmente al descuento al que se compra el bono de diez años de madurez). El monto de esta transferencia es relativamente fácil de calcular, y los resultados los presentamos en el Cuadro No. 2 Aquí se muestran los flujos de los pagos en bolívares que harían las empresas privilegiadas, en las alternativas del cero-cupón y de otro mecanismo donde se amortizarán cuotas fijas de capital.

En el ejercicio realizado para 1.000 millones de dólares de deuda, la transferencia del sector público a las empresas privilegiadas es de un monto aproximado de 932 millones de bolívares, (igual a la diferencia entre los pagos en bolívares entre las dos alternativas, $E_N - E_{cc}$), cuyo valor presente sería de unos 750 millones de bolívares. Si se estima que la deuda externa de la Electricidad de Caracas y de las financieras que van a optar al cero-cupón, asciende a unos 1.300 millones de dólares, *la transferencia directa de recursos podría estimarse en unos 1.200 millones de bolívares* (3).

El destino económico de estos recursos es diferente en el caso de la Electricidad de Caracas y las financieras. En el caso de la primera, la transferencia es un subsidio directo al consumo eléctrico, mientras en el caso de las financieras, la transferencia es patrimonial, permitiendo la reposición del capital que estas empresas ya habían perdido. Como se

---

* Profesor de Economía del IESA

CUADRO No. 1
VALOR PRESENTE DE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO
(por cada 1.000 dólares de deuda)

Alternativa Cero Cupón

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Interés	–	127,94	127,94	127,94	127,94	127,94	127,94	127,94	127,94	127,94	127,94
Amortización	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	1.000,oo
Valor Presente	1.000										

Alternativa Normal con Amortización Fija

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Interés	–	127,94	115,15	102,35	89,56	76,76	63,97	51,18	38,38	25,59	12,79
Amortización		100,oo	100,oo	100,00	100,oo	100,oo	100,oo	100,oo	100,oo	100,oo	100,oo
Valor Presente	1.000										

Fuente: Cálculos Propios

sabe, estas financieras emitieron pasivos en dólares e hicieron préstamos en bolívares, en un medio ambiente de abierta sobrevaluación del bolívar con altas expectativas devaluacionistas. El resultado de una insensatez de esta naturaleza en cualquier economía capitalista debería ser la quiebra. A pesar de los graves errores que cometieron estas empresas, podría pensarse, sin embargo, que esto último sería inconveniente, dada la situación general del sistema financiero venezolano. En este caso podría llevarse a cabo un rescate, pero mediante los mecanismos financieros normales que se instrumentan comúnmente en cualquier economía mixta. Lo que es totalmente inaceptable, es que este rescate se haga

CUADRO No. 2
PAGOS EN BOLIVARES DE LAS EMPRESAS FAVORECIDAS
(por cada 1.000 millones de dólares)

Alternativa Cero Cupón

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
(4,30) Intereses		550,14	550,14	550,14	550,14	550,14	259,29	–	–	–	–
(7,50 Amortización	1.290	–	–	–	–	–	507,30	959,55	959,55	959,55	959,55
Total	1.290	550,14	550,14	550,14	550,14	550,14	766,59	959,55	959,55	959,55	959,55

Erogación Total (E_{CC}) = 8.645,49
Valor Presente (VP_{CC}) = 4.998,75

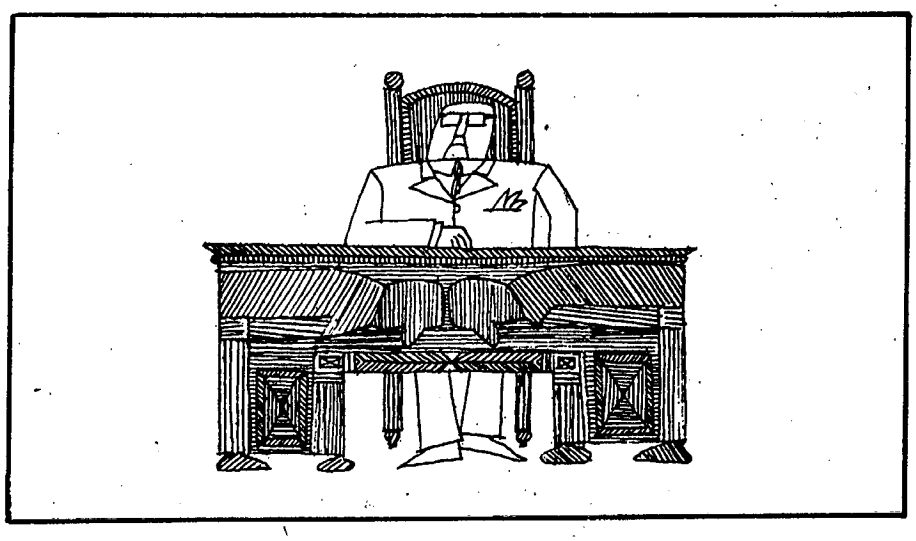
Amortización Fija en Diez Años

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Intereses	–	959,56	863,63	767,63	671,70	575,70	479,78	383,85	287,85	191,93	95,96
Amortización	–	430,oo	430,oo	430,oo	430,oo	430,oo	430,oo	430,oo	430,oo	430,oo	430,oo
Total	–	1.389,56	1.293,63	1.197,63	1.101,70	1.005,70	909,78	813,85	717,85	621,93	525,96

Erogación Total (E_N) = 9.577,59
Valor Presente (VP_N) = 5.749,24

Transferencia de Capital (TC) = $E_N - E_{CC}$ = 932,10 Valor Presente = $VP_N - VP_{CC}$ = 750,29

Fuente: Cálculos Propios



mediante un regalo del gobierno.

CONSECUENCIAS DEL CERO-CUPON

En ambos casos, el de la Electricidad y el de las financieras, la aplicación del Convenio Cambiario No. 5 produce serias consecuencias económicas.

En primer lugar, le ocasionará una pérdida injustificada al fisco nacional de cientos de millones de bolívares, que iguala a la transferencia de capital que éste le haría a las financieras beneficiadas por el convenio. En una economía capitalista, estas transferencias no deben producirse. Si el gobierno cree que es indispensable salvar a cualquiera de estas empresas, debe utilizar los mecanismos financieros apropiados, cuales son los *aportes* de capital (compra de acciones), o préstamos, que estabilicen la situación patrimonial y financiera de las mismas. Pero jamás debe recurrir a estas transferencias patrimoniales regresivas y discriminatorias que violan principios básicos de equidad.

En segundo término, en el caso de la Electricidad, el gobierno debería explicar claramente que se ve en la necesidad de subsidiar el consumo eléctrico al no permitir el aumento de la tarifa por encima del 20 por ciento. Al congelar este precio, el gobierno estaba condenando a esta empresa al colapso financiero, a menos que recurriera a un subsidio. El cero-cupón no es sino un mecanismo de subsidio encubierto para el servicio eléctrico a los consumidores de ingresos medios y altos de la zona metropolitana de Caracas. El gobierno debería reconocerlo explícitamente e incurrir en este costo político, cuando paralelamente ha estado eliminando importantes subsidios a bienes de consumo masivo (v. gr., la leche, etc.).

En adición a lo anterior, y a mi juicio, tan grave como aquéllo, el gobierno se está comprometiendo en este momento a erogar un monto apreciable de divisas cuando la escasez relativa de éstas es uno de los factores que aparentemente comprometen la reactivación de nuestra economía. En una coyuntura caracterizada por la declinación de la actividad productiva real, el gobierno debe evitar a toda costa la amortización *neta* de deuda externa, y usar todos los recursos financieros a su disposición para apuntalar la recuperación de la producción y del empleo. Mas aún, no es difícil prever que la deuda latinoamericana va a ser refinanciada dentro de pocos años bajo condiciones muy distintas a las que se están consiguiendo hoy por hoy, dada la actual situación política y financiera internacional. Como lo reconoce la abrumadora opinión dentro del mundo académico y profesional en economía, la mayoría de los grandes deudores latinoamericanos no podrán seguir sirviendo su deuda bajo las condiciones actuales de tasas de interés, y es cuestión de tiempo para que ocurra un cambio drástico en el *status quo*. Como lo han planteado, entre otros, los eminentes profesores Dornbusch y Fischer del Instituto Tecnológico de Massachussetts, este cambio debe tomar la forma de un refinanciamiento a muy largo plazo para la deuda latinoamericana, con techos significativos en las tasas de interés.

Por esta razón, no pareciera prudente que Venezuela se apresurara a estar amortizando deuda en los próximos dos o tres años, sino, más bien, que retomara sus tradicionales banderas bolivarianas, y se convirtiera en factor promotor y aglutinante de una solución colectiva del problema de la deuda en el ámbito latinoamericano.

Venezuela es un país semi-industrializado con un grado relativamente alto de madurez, donde las decisiones gubernamentales en materia económica deben llevar consigo un sentido de equidad, de progreso, y de profesionalismo. El convenio cambiario No. 5 adolece de estas condiciones, ya que va a permitir una transferencia patrimonial de cientos de millones de bolívares del sector público a un pequeño grupo de privilegiados, encubrir un subsidio regresivo al consumo eléctrico, y poner en marcha un mecanismo que absorberá recursos valiosos en divisas y en ingreso fiscal, que debían dedicarse a propulsar la reactivación de nuestra economía. Por esto último, el cero-cupón se transforma en un boomerang que termina perjudicando al propio sector privado productor, y al sector laboral, que dependen de la reactivación económica para aumentar sus ventas, sus ganancias y sus ingresos. En otras latitudes, la indignación de la opinión pública le cobraría muy caro a los miembros del gabinete económico que hubieran propiciado una iniciativa con tales consecuencias. Nosotros en Venezuela, podríamos conformarnos con que el gobierno reconociera su error y diera marcha atrás con este convenio cambiario, para no permitir que los recursos públicos, que son patrimonio común de todos los venezolanos, continúen convirtiéndose en riqueza de unos pocos.

NOTAS

(1) En realidad, podría producirse un ahorro o una pérdida en dólares, dependiendo de los valores que tome la tasa de interés promedio que generan las inversiones de las reservas del BCV. Si esta tasa promedio se coloca durante los diez años por debajo de la tasa de interés implícita del bono cero-cupón, entonces habría un ahorro. Si ocurre lo contrario, el resultado sería una pérdida de divisas.

(2) Para el cálculo de los intereses a cancelar, se supone una tasa de interés equivalente a la tasa implícita de retorno del bono cero-cupón. En otras palabras, suponemos implícitamente un mercado de capitales perfecto.

(3) Nuestros cálculos se han hecho suponiendo que se mantenga un tipo de cambio oficial de 7,50 Bs./$ por diez años. Obviamente, al devaluarse la moneda, el monto de la transferencia en bolívares aumenta.