

Entre dos crisis:

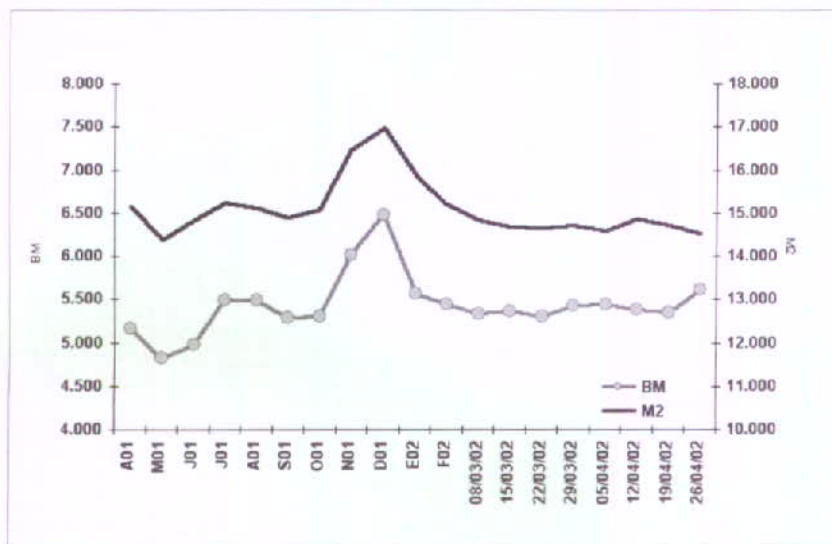
# Desequilibrio

## en los mercados cambiarío y financiero

Francisco Vivancos C.

Desde, al menos, el último trimestre de 2001 las sistemáticas salidas de capital, la reducida caja disponible en la Tesorería Nacional y las propias restricciones monetarias impuestas por el BCV; han determinado un cuadro de estrechez de liquidez que se ha traducido en un ajuste drástico de las tasas de interés y en efectos negativos en los balances extendidos, tanto sobre el sector real, como en el propio sector financiero. De persistir estos desequilibrios, no podría descartarse que la mayor tensión en los mercados financieros termine por hacer inviable la actual combinación de política económica, en especial del actual régimen de flotación cambiaria.

Liquidez monetaria (M2) y Base Monetaria (BM)  
Millardos de bolívars

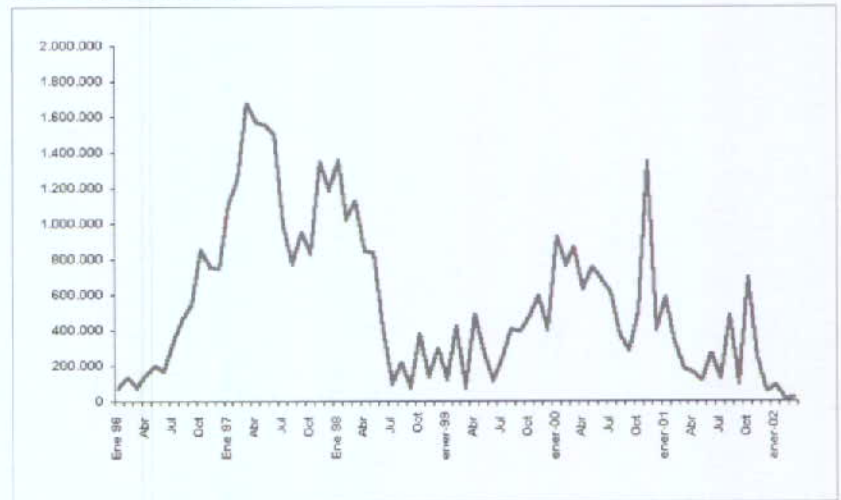


### Destruyendo la liquidez

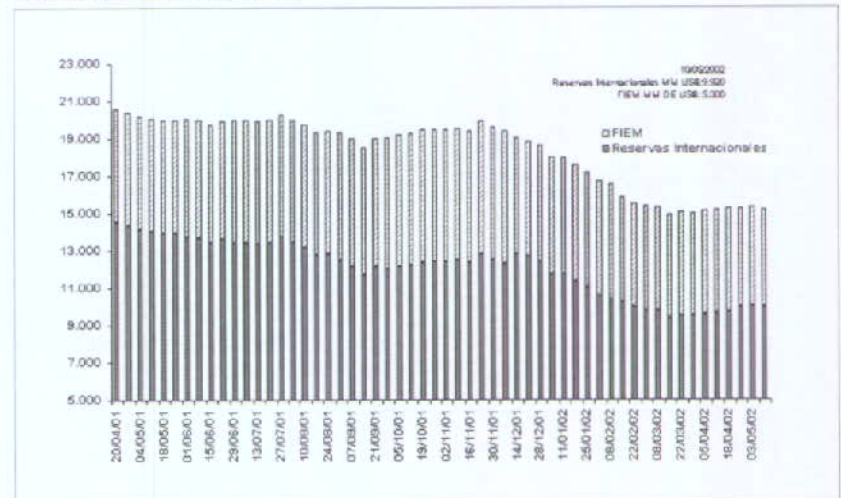
La liquidez monetaria ha venido disminuyendo de manera sistemática desde la típica expansión de todo cierre de año. Hasta la primera semana de abril M2, como medida amplia de los medios de pago en la economía, había acumulado una caída nominal del 14%, alcanzando un nivel que no se veía desde el tercer trimestre del año 2000. Lo que, considerando la inflación y el crecimiento de la actividad económica en este período, supone una caída notable en la demanda de saldos monetarios reales. De hecho, los saldos per cápita al cierre del pasado año (M2 promedio mensual por habitante llevado a precios de 1997) ya habían caído en casi 9%

respecto al año 2000, acumulando una contracción de 41% desde el último máximo (1993); tendencia que se ha pronunciado dramáticamente en el primer cuatrimestre, dada la reducción nominal de la cantidad de dinero, la aceleración inflacionaria y el crecimiento demográfico. Este estrechamiento de la liquidez obedece a la combinación de tres causas básicas: a) una particularmente baja ejecución presupuestaria del gobierno central y reducidas disponibilidades de saldos en la Agencia de la Tesorería Nacional (incluso sin corregir por inflación, el saldo promedio que en el primer trimestre de los años 2000 y 2001 fue, respectivamente, de 851 y de 365 millardos de bolívares, se contrae a algo menos de 42 millardos durante lo que va de año); lo que, dado el predominio que tienen las inyecciones monetarias de origen fiscal sobre el comportamiento de la oferta monetaria, determinó el estrechamiento de la liquidez; b) la pérdida de reservas internacionales en una sucesión de episodios cambiarios críticos que, si bien ya se habían repetido a lo largo del año pasado (en junio, agosto, septiembre y diciembre), se potencian en los primeros meses para producir una caída de los activos externos en poder del BCV de más de 2.400 millones de US\$ (disminución de 22% respecto al cierre de 2001), en medio de un creciente pesimismo sobre la sostenibilidad del régimen de bandas cambiarias dada la apreciación acumulada de la moneda local, la alta velocidad de pérdi-

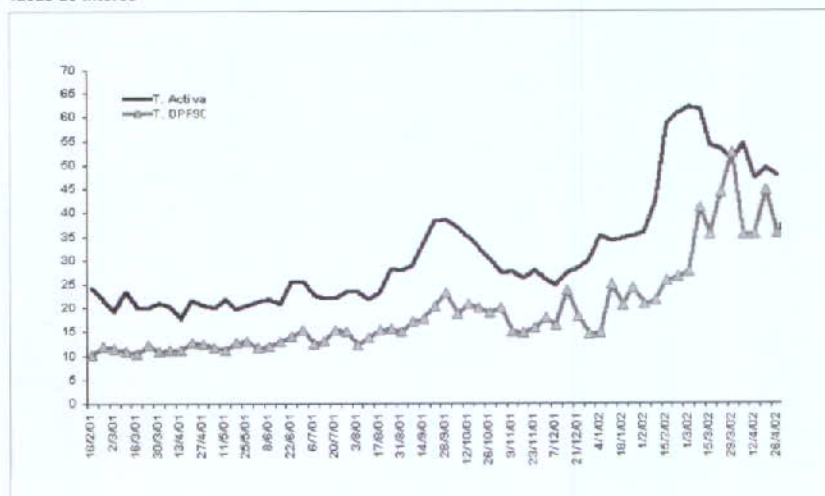
Saldo en cuenta corriente  
Agencia de Tesorería Nacional



Reservas internacionales semanales



Tasas de interés





da de la calidad del respaldo de la oferta monetaria (aproximada como la relación de Reservas Internacionales Netas de Pasivos a M2, pasó desde un último máximo de 73% en octubre, 2000, a apenas 42% en diciembre, 2001), la corrección a la baja de las expectativas del público sobre la fortaleza de los precios petroleros y, por consecuencia, de la balanza de pagos y, en general, la percepción del superior riesgo-país por la baja calidad de la política económica y la superior inestabilidad político-institucional; y, c) el signo contractivo de la política monetaria por parte del ente emisor con el propósito de defender las reservas internacionales, y señalizada a través del incremento de las tasas de descuento y redescuento, la operación con REPOS, que contribuyeron a empujar al alza las tasas pasivas de interés, y la propia destrucción de depósitos bancarios derivada de las mayores transacciones con divisas. En conjunto, estos elementos, acentuados a partir de marzo por la aplicación del Impuesto al Débito Bancario y el pago de impuesto sobre la renta, reducen las disponibilidades de liquidez en el sistema financiero y provocan un ajuste en las tasas activas y pasivas de más de 2000 puntos básicos, al pasar de valores promedio de menos de 28% y 18% respectivamente en diciembre pasado, a valores críticos de 62% (primera semana de marzo) en el caso de préstamos<sup>1</sup> y 52% (al cierre de ese mismo mes) en depósitos a plazo fijo.

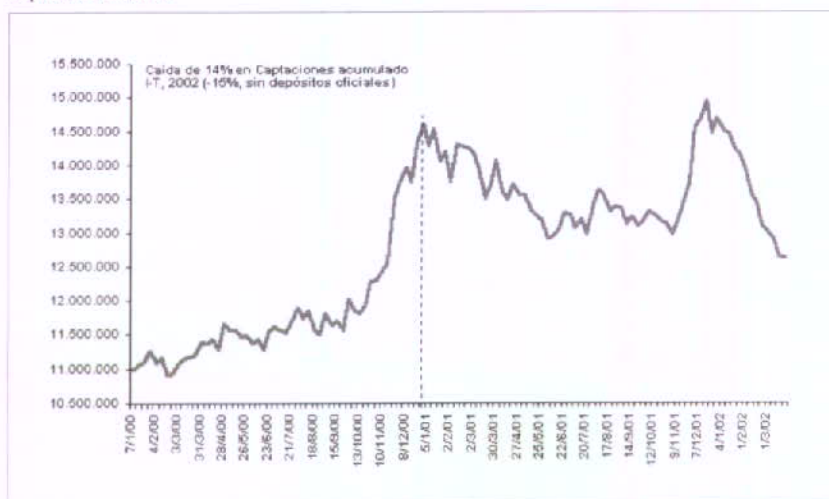
Reforzar la autonomía y fortaleza técnica y financiera de algunas instituciones claves, como el propio Ministerio de Finanzas y, sobre todo, del BCV y Sudeban, puede ser la diferencia entre poder atajar a tiempo algunos riesgos evidentes del entorno o atenderlos, peor, descuidarlos, a destiempo, con malos diagnósticos y con actuaciones temblorosas.

### Fragilidad financiera

Si bien la volatilidad macroeconómica ha estado presente desde los noventa, produciendo, entre otros efectos, una notable desmonetización, desintermediación financiera e inestabilidad en las tasas de interés; el episodio de destrucción de liquidez de estos últimos meses no tiene precedente desde la crisis bancaria de 1994-95. En sólo tres meses, los depósitos bancarios para la banca en su conjunto se reducen nominalmente en 15%, las disponibilidades bancarias (exceso de encaje en el BCV) disminuyen a menos de 0,5% como proporción de los depósitos totales (contra un nivel histórico en el entorno de 2%) y el mercado interbancario muestra claros síntomas de insuficiencia para proveer medios de pago a las instituciones deficitarias de fondos, elevando sistemáticamente las tasas de interés por las operaciones pactadas en ese mercado. En estas condiciones, el BCV junto a los anuncios de flotación cambiaria (y los recortes fiscales anunciados por el Ejecutivo Nacional), activa operaciones de asistencia crediticia a la banca, tanto a través de los tradicionales anticipos, descuentos y redescuentos (por lo general, poco utilizados al tener un potencial riesgo de señalización negativa para las instituciones que acuden a este mecanismo), como a través del uso de operaciones de venta/compra a 7 días de papeles públicos en poder de las instituciones con corta liquidez y, más recientemente, con la compra definitiva de dichos papeles mantenidos por las instituciones auxiliadas. Dicho mecanismo ha permitido reconstruir las posiciones líquidas del sistema financiero, si bien a un costo importante en rentabilidad, limitación del crédito y una mayor carga financiera por el servicio de la deuda en el sector deudor.

Naturalmente en un contexto de fuerte tensión cambiaria y monetaria, entrada la fase recesiva del ciclo y la consecuente dificultad de repago de la deuda y, en general, la desvalorización de los activos bancarios y la aceleración inflacionaria; se ha producido un deterioro inequívoco del balance del sistema financiero, en especial, del segmento de instituciones concentradas en sectores más vulnerables al ciclo, con menores carteras de títulos públi-

Depósitos bancarios





Se están alineando todos los elementos fundamentales para producir un colapso cambiario-financiero que, de materializarse, obligaría a una rectificación a fondo de la política económica pero, seguramente como siempre ocurre cuando se posponen los ajustes, a un costo gigantesco en bienestar.

cos a entregar, y con acceso limitado a fuentes secundarias de liquidez. En ellas se ha estrechado preocupantemente el margen financiero y aumentado la morosidad de la cartera de préstamos (que, en apenas tres meses, ha visto aumentar la proporción de Préstamos Vencidos y en Litigio/Cartera Bruta de Préstamos desde 4,6% al cierre 2001 a 6,4%), dos señales claves para identificar potenciales problemas de fragilidad financiera.

### Los dilemas de política económica

Frente a este cuadro, las autoridades macroeconómicas enfrentan un doble dilema. Desde el lado fiscal, la caída de los ingresos tributarios por efecto de la recesión, el recorte de producción petrolera<sup>2</sup> y los problemas de eficacia en la recaudación se suma a los superiores compromisos de gasto derivados de los anuncios salariales, la presión por cancelar obligaciones pendientes de ejercicios previos, el efecto de las mayores tasas de interés sobre el servicio de la deuda interna y, posiblemente, las mayores compensaciones requeridas para mitigar los efectos de la recesión sobre el clima de conflictividad política. Conjuntamente, la brecha fiscal a financiarse, incluso si se admite una drástica reducción del gasto primario nominal (y, desde luego, real), se mantiene entre 3,5% y 4% del PIB, sin contar amortizaciones. Este financiamiento con fuentes no identificadas, en circunstancias normales, ya exigiría un importante esfuerzo de colocación de deuda en los mercados interno y externo que, con toda probabilidad, induciría la elevación del costo de ese financiamiento<sup>3</sup>. Pero, en las actuales condiciones, luce como inalcanzable, salvo que se produzca un significativo giro en la calidad no sólo de la política fiscal, sino más en general, de toda la política económica en su conjunto. De no lograrse éste, la percepción del alto riesgo-país en los mercados internacionales y la estrechez de liquidez local, sumado a la sobre-exposición a valores públicos ya observada en la cartera de activos del sector privado, dejarán un reducido espacio para emisiones netas de deuda y ello, de todos modos, a un alto costo y a plazos cortos. Esto es, se pospondrá sólo por breve lapso un ajuste más profundo.

La alternativa de una combinación de mayores tributos temporales y un re-

corte adicional de gasto (manteniendo como es recomendable el pago del servicio de la deuda pública), por otro lado, enfrenta severas limitaciones de economía política y, a no dudar, profundizaría la intensidad y duración de la recesión en la que entró la economía venezolana en el IV-T, 2001.

En suma, mientras la economía requiere un esfuerzo contracíclico desde el lado de la política fiscal, el irresponsable manejo previo del gasto, incluidas las obligaciones arrastradas, su reducida eficacia para inducir crecimiento, y la aprehensión de los mercados a seguir financiando gasto corriente; no sólo impiden el desempeño de esa función básica de amortiguación del ciclo, sino que amenazan con intensificar la destrucción de producto y empleo internos.

Desde el lado monetario y cambiario, los retos del BCV no son menores. Aunque el abandono del ancla nominal y la adopción de un régimen de flotación (no validando la expectativa del control de cambios), contribuyeron a elevar los grados de libertad en el manejo de la política monetaria; la administración del nuevo régimen en los últimos dos meses contiene algunos elementos delicados.

Por una parte, el regreso del nivel del tipo de cambio desde los valores iniciales por encima de 1.050 Bs/\$ a un rango entre 850 y 900 Bs/\$ en marzo y abril, meses con un particular y previsible choque de precios<sup>4</sup>, ha erosionado la depreciación real del bolívar, dejando casi intacto uno de los factores (la apreciación cambiaria) que contribuyó a la formación de expectativas incrédulas sobre el sostenimiento de un tipo de cambio cuasifijo por propósitos anti-inflacionarios. Más importante aún que eso, es el daño que se puede producir en la credibilidad de los agentes económicos sobre la capacidad del BCV de sostener un régimen de flotación, debido a su desempeño reciente en el mercado de divisas. Si bien, la estabilidad cambiaria debe haberse beneficiado de la iliquidez (sin bolívares no se puede «atacar» las reservas), las altas tasas de interés (que desestimula el endeudamiento por motivos especulativos e induce a pre-cancelar deudas en bolívares con activos externos), la recesión (que reduce la demanda de divisas para importaciones)



y el efecto coyuntural de pago de impuestos (liquidando posiciones largas en dólares previamente constituidas por los contribuyentes de mayor tamaño); no se descarta que el BCV padezca de un cierto temor a la flotación que se traduciría en mantener un objetivo (opaco, ya no abierto) en tipo de cambio nominal, en lugar de un objetivo en reservas internacionales o en algún otro agregado monetario. De ser el caso, y lo puede ser con mayor probabilidad si se teme que la indisciplina fiscal y la devaluación (que permitiría recaudar más impuesto-inflación) aceleren los ajustes de precios, el resultado sería un abandono implícito del papel estabilizador que tiene un tipo de cambio flexible sobre el equilibrio externo y su sustitución por el uso de las tasas de interés y la restricción monetaria para evitar un colapso de balanza de pagos.

En esta senda, sin embargo, resurge el problema de fragilidad financiera y los efectos negativos de balance a los que induciría este signo de la política cambiaria y monetaria, particularmente desestabilizadores considerando la limitación de activos disponibles en FOGADE y algunas evidencias de debilidad institucional para atender instituciones en problemas que está mostrando la supervisión bancaria. A lo que se suma el muy negativo impacto en costos, rentabilidad de determinados negocios (fideicomisos o banca de inversión e hipotecaria), ampliación de las «gavetas crediticias» y mayores requerimientos de capital, resultantes de la aplicación de la reciente reforma al marco legal bancario<sup>5</sup>. En síntesis, se están alineando todos los elementos fundamentales para producir un colapso cambiario-financiero que, de materializarse, obligaría a una rectificación a fondo de la política económica pero, seguramente como siempre ocurre cuando se posponen los ajustes, a un costo gigantesco en bienestar.

## Conclusiones

Es reducido el margen de maniobra y el tiempo para atender con eficacia los desbalances macroeconómicos señalados y evitar los riesgos de inducir una «crisis gemela». Sobre todo, si ellos se enmarcan en un proceso escalado de incertidumbre política y paralización institucional que con-

centran casi por completo la atención de los decisores públicos.

No obstante, todavía existe algún espacio para una rectificación a fondo en la dirección de la política económica que se concentre en aspectos claves en las siguientes áreas. En materia de estabilización es urgente el re-establecimiento de la viabilidad financiera de la gestión del gobierno central, perfeccionamiento del mecanismo cambiario, incluyendo una mayor flotación, y anuncio explícito, firme y temprano del objetivo de inflación y regla monetaria que impida la deriva de los precios domésticos. Por el lado de las reformas estructurales, al menos, debe acelerarse la revisión de algunas leyes claves (Tierras, Pesca, Hidrocarburos, Banca, entre otras) derivadas de la última ley habilitante, corrigiéndose el articulado más polémico e inconveniente para la preservación de los derechos de propiedad y sustituyendo el poder discrecional del estado por mecanismos de asignación bajo criterios de mercado, lo que permitiría reducir en mucho el perjuicio causado sobre el clima de inversión. Por otro lado, es impostergable la reforma del sistema de seguridad social, sobre todo en sus componentes de pensiones, paro y salud. Un proyecto moderno y financieramente sustentable (en lugar de la versión retorcida del esquema de reparto que ha quedado producto de los vaivenes y miserias de la discusión parlamentaria) contribuiría a corto plazo a inducir un choque favorable de inversiones privadas y, en un horizonte superior, generar la palanca financiera para el crecimiento económico, potencialmente más poderosa, de las que se puede disponer.

Por último, reforzar la autonomía y fortaleza técnica y financiera de algunas instituciones claves, como el propio Ministerio de Finanzas y, sobre todo, del BCV y Sudeban, puede ser la diferencia entre poder atajar a tiempo algunos riesgos evidentes del entorno o atenderlos, peor, descuidarlos, a des-tiempo, con malos diagnósticos y con actuaciones temblorosas.

Por supuesto, todo ello, si antes del cambio en el régimen de política económica no se produce un cambio de régimen político.

**Francisco Vivancos C.**

Economista. Profesor UCAB y UCV

## NOTAS

- 1 En las tasas reportadas semanalmente por el BCV y que se utiliza en estos cálculos se excluyen el tipo de préstamos generalmente más riesgosos (como tarjetas de crédito o préstamos de consumo) y de mayor plazo (hipotecarios y vehiculos) y se incluyen los préstamos agrícolas que contienen un fuerte subsidio en tasas.
- 2 El precio petrolero promedio del año, 18,2 US\$/b hasta abril, se ha mantenido consistentemente por sobre el nivel fijado en la revisión presupuestaria de febrero (18 US\$/b). Sin embargo, continúa la incertidumbre sobre si el efecto-precio logrará compensar la caída en el volumen de producción y exportación pactada con la OPEP (400.000 bd de marzo, 2001 a marzo, 2002); lo que sería posible si el precio promedio de la cesta venezolana llegase a 21,6 US\$/b, para el actual volumen de exportación. Nivel que es factible pero que supone una recuperación adicional considerable en el precio mundial.
- 3 El agotamiento de los recursos del Gobierno Central en el FIEM, con el último retro efectuado, y las limitaciones legales a usar los recursos restantes en poder de PDVSA y el gobierno subnacional hacen descartar, al menos de manera directa, el uso de esa facilidad financiera.
- 4 En gran medida, la aceleración de la inflación se alimenta de un ajuste de precios internos que sobre-estimó el nivel esperado del tipo de cambio al cual debían reponerse inventarios o protegerse ingresos y márgenes en el caso de los servicios, haciendo que el efecto inicial de devaluación a inflación (el denominado pass-through) fuese alto.
- 5 La resolución de la Sala Constitucional del TSJ sobre los créditos indexados representa no sólo un choque negativo particularmente severo para instituciones muy orientadas a préstamos hipotecarios sino que constituye un precedente lamentable de introducción de criterios políticos en el manejo de la intermediación financiera y de desconocimiento de la normativa vigente en el momento de pactar la operación. Todo lo cual eleva irresponsable e innecesariamente el riesgo regulatorio en el sistema financiero.