

# Muchos "millarditos" más

Francisco Vivancos C.\*

Al presente no es del conocimiento público el mecanismo que en definitiva será utilizado para la transferencia de los 5,000 a 7,000 US\$ MM que, supuestamente, constituyen el exceso de reservas internacionales (RI). Sin embargo, es altamente probable que dicha operación se produzca por la fuerte presión fiscal que se está produciendo y las muy favorables condiciones legislativas, jurídicas e institucionales (empezando por el propio BCV) que prevalecen.

Las reservas internacionales (RI) de Venezuela han venido creciendo sostenida y aceleradamente como resultado del favorable ciclo de precios petroleros y las restricciones al acceso de divisas operado con el control de cambios implantado a inicios de 2003. En este lapso, su nivel se ha más que duplicado al pasar del mínimo de 11,310 en enero, 2003 a más de 27,000 US\$ MM hasta mediados de mayo. El Gobierno Central insiste en que esa acumulación de activos externos es excesiva y tiene un alto costo de oportunidad. Actualmente se prepara una reforma al marco<sup>1</sup> que norma su uso con el propósito de utilizar las supuestas reservas "excedentes" para pagos externos y programas sociales.

## ¿Son tan altas las reservas?

El actual monto de RI es el nivel nominal históricamente más alto de este activo externo desde la creación del BCV (1939). Por supuesto, con una economía y población que ha crecido en ese lapso, con una emisión monetaria muy superior y con dólares que han perdido poder de compra por efecto de la inflación. Cuando estos activos se expresan en términos reales (dólares a precios constantes de 1982-84) y se considera el efecto del crecimiento demográfico (al calcularse el nivel de RI per cápita), la "ilusión monetaria" en gran medi-



da se desvanece. El nivel actual es similar al de 1985, 1991 y 1997 (todos ellos periodos de choques petroleros favorables) e inferior al máximo histórico de 1975. Son altas, desde luego, pero no tanto. Además, mantener proporciones de RI a producto parece ser una característica de economías con rasgos parecidos a los de Venezuela. En efecto, otras economías latinoamericanas y petroleras exhiben coeficientes similares o incluso superiores a los nuestros.

Seguramente sería imprudente no mantener ese stock tan alto, dada la alta volatilidad de nuestra economía como resultado de los choques externos, en especial los de origen petrolero, los distintos regímenes cambiarios y de política económica y, en general, de los cambios estructurales que ha sufrido la economía venezolana. Se acumulan aceleradamente en las fases de boom externo y/o controles de cambio y se desacumulan también con gran rapidez estos activos con la caída de los precios petroleros y las crisis cambiarias.

## ¿Existe un nivel óptimo de reservas?

El BCV ha estimado el nivel óptimo de RI, a partir de varias metodologías<sup>2</sup>, como comprendido entre 14,105 y 24,847 US\$ MM. Era de esperar que un estimado que arrojava ese rango tan amplio,

no ayudaría mucho a dilucidar el tema. Pero además, existen buenas razones para dudar de la solidez teórica y econométrica de esos cálculos<sup>3</sup>. Otros cálculos [por ejemplo, Vera y Zambrano (2004) indican que para el I-T, 2004 las RI óptimas habrían estado en el entorno de los 20,000 US\$ MM<sup>4</sup> contra los 22,037 US\$ MM efectivamente acumulados.

En todo caso, la idea de un nivel óptimo, para el caso venezolano, es altamente discutible. Dados los arreglos institucionales con los que se ha dotado el país y algunas características estructurales de nuestra economía (propiedad de la fundamental industria de exportación, venta obligatoria de las divisas generadas por PDVSA al BCV, un sector privado que es demandante neto de divisas, doble papel del ente emisor en el mercado cambiario: como estabilizador y como proveedor “seguro” de divisas), el propio concepto de stock “deseado” (u óptimo) de divisas es de difícil aplicación.

En efecto, el BCV se obliga a comprar un flujo de divisas altamente inestable emitiendo su contraparte en bolívares, haciendo que también la oferta monetaria esté sujeta estructuralmente a una alta volatilidad. La transferencia simple de reservas desde el BCV al gobierno central supone una reducción de activos que debería, si se pretende no descapitalizar al BCV ni arriesgar la estabilidad monetaria, una reducción equivalente de sus pasivos no monetarios (cuentas del gobierno y PDVSA en el BCV) al pagarse con bolívares esas divisas o de

los pasivos monetarios (base monetaria) si es el sector privado, por ejemplo a través de importaciones, quien termina recibiendo las divisas. De no ser así, simplemente la economía reduce la calidad y cantidad del respaldo de sus medios de pagos domésticos (devaluación implícita, debilita patrimonialmente al BCV y desequilibra el mercado monetario con potenciales efectos sobre la inflación).

Hasta el momento, el mecanismo que se ha venido utilizando para disponer de un mayor flujo de divisas por el gobierno central, ha sido a través del incremento en el fondo rotatorio de PDVSA y, sobre todo, de la constitución del Fondo Especial para el Desarrollo Económico y Social (Fondespa) cuyo fideicomiso administra Bandes. Estos arreglos dejan inmodificado el balance del BCV y, al menos desde el punto de vista contable, evitan los problemas antes señalados. Por supuesto, el destino de esos recursos, los criterios que prevalecen para fijar los límites del desvío de fondos, la rendición de cuentas y otros aspectos relevantes en cuanto a la eficiencia con que son administrados están fuera del alcance de los analistas.

En todo caso, la compra obligatoria de divisas por el BCV hace que, a diferencia de otros países, no necesariamente el stock mantenido de RI sea equivalente al stock deseado (que dependería del comportamiento de los fundamentos: volatilidad de las exportaciones, propensión a importar, capacidad de absorción de choques dado el régimen cambiario adoptado y costo de oportunidad de mantener re-

servas en términos de los rendimientos económico-financieros de usos alternativos). El exceso de RI, en consecuencia, en rigor ya no es la diferencia entre el stock observado y los niveles requeridos en función del estado actual y proyectado de los fundamentos.

#### ¿Qué impacto tendrá el uso de las R.I. “excedentes”?

Al presente no es del conocimiento público el mecanismo que en definitiva será utilizado para la transferencia de los 5,000 a 7,000 US\$ MM que, supuestamente, constituyen el exceso de RI. Sin embargo, es altamente probable que dicha operación se produzca por la fuerte presión fiscal que se está produciendo y las muy favorables condiciones legislativas, jurídicas e institucionales (empezando por el propio BCV) que prevalecen.

Existen tres mecanismos posibles: a) transferencia pura y simple de estos recursos sin el pago de la contraparte en bolívares; b) extensión de los fondos discrecionales administrados por PDVSA-Bandes; c) acumulación de esos fondos en el FEM.

Esta última alternativa, la más recomendable desde el punto de vista de la prudencia macroeconómica si se perciben riesgos de no sostenibilidad de los actuales niveles de ingresos petroleros, parece descartada. Hoy como nunca, el manejo fiscal obedece a razones de economía política y la entrada a un largo ciclo electoral refuerza la impaciencia por gastar en lugar de acumular esos recursos.

De entregarse, sin más ni más, estos recursos al gobierno, se debilitaría patrimonialmente al BCV y al respaldo monetario local en activos “duros”. Por supuesto, si su gasto tiene un componente interno y no sólo externo (sea para recompra de deuda externa, importaciones, gasto militar, etc.) la ecuación del equilibrio macroeconómico tendrá que resolverse con un nivel superior de precios (mayor inflación).

En el peor de los escenarios, el gasto interno en bolívares exigiría una nueva transacción de dólares en poder del gobierno contra nue-

vos bolívares generados por el BCV. Y, por supuesto, el límite de los 20,000 US\$ MM que eventualmente justificaría la primera operación habilitaría al fisco a una nueva transferencia de RI “excedentarias”; generando una espiral de expansión monetaria cuyo colapso final es imaginable.

Si se restringe el uso de esos excedentes a liquidar obligaciones externas y, simultáneamente, no se limitan las operaciones de nuevo endeudamiento, el resultado neto final continuaría haciendo que la expansión fiscal amenace la estabilidad macroeconómica.

Por último, la opción del traspaso de RI a PDVSA-Bandes, es un mecanismo que luce como el más probable debido a las ganancias de discrecionalidad que reporta y al menor número de obstáculos legales que debe superar. Sin embargo, sus efectos en términos de pérdida de respaldo de la oferta monetaria doméstica, presiones inflacionarias y devaluación implícita son equivalentes a si el traspaso es al fisco.

El uso más recomendable, hay que insistir, del “windfall” petrolero (si puede caracterizarse como tal el actual nivel de ingresos) es que se acumule en un fondo para contingencias como el FEM. Y, en caso que estos ingresos se consideren razonablemente no como de carácter transitorio sino permanente, se debería constituir un Fondo de Ahorro Intergeneracional (a la noruega), ya que se está liquidando un activo no renovable cuyos beneficios ya no estarán disponibles para generaciones futuras. Es decir, el gobierno se está comportando como un “padre generacionalmente irresponsable”. Pero claro, no suele coincidir, y menos actualmente, la racionalidad económica con la política.

***De entregarse, sin más ni más, estos recursos al gobierno, se debilitaría patrimonialmente al BCV y al respaldo monetario local en activos “duros”.***

***El gobierno se está comportando como un “padre generacionalmente irresponsable”. Pero claro, no suele coincidir, y menos actualmente, la racionalidad económica con la política.***



*Economista. Profesor UCV y UCAB*

**Notas**

- 1 En lo fundamental, Ley de creación del Fondo para la Estabilización Macroeconómica (Gaceta Oficial n° 37.287, del 27-11-2003), Convenio Cambiario n° 1 y Ley del Banco Central de Venezuela (03-10-2001), en especial en sus artículos 7, 101 y 114.
- 2 BCV, Informe sobre los Niveles de las Reservas Internacionales en Venezuela, Serie *Documentos de Trabajo*, n° 63, Gerencia de Investigaciones Económicas, BCV, noviembre, 2004.
- 3 En Vera, L. y Zambrano, L., “El Nivel Adecuado de Reservas Internacionales: Notas sobre el Caso Venezolano”, Serie *Papeles de Trabajo*, Año 4, n° 1, Gerencia de Investigación Económica, Banco Mercantil, julio, 2004; se explicitan las críticas que merecen esos cálculos.
- 4 Incluso en la versión dinámica (el Modelo de Aizenman-Marion, econométricamente más apropiado) se obtuvo un estimado de 21,272 US\$ MM, mucho más cercano al realmente mantenido por el BCV para ese período.