



RIF N° G-20000110-0

## **BANCO CENTRAL DE VENEZUELA**

### **COMUNICADO**

#### **LAS OPERACIONES DEL CANJE DE BONOS BRADY POR BONOS GLOBALES**

1.- Introducción. El Directorio del Banco Central de Venezuela estima oportuno explicar a la opinión pública la naturaleza de la operación de canje de los llamados Bonos Brady por Bonos Globales, sus características principales, sus efectos sobre la estructura de la Deuda Pública Nacional, así como la función y procedimientos que corresponde cumplir al Banco Central de Venezuela en estos asuntos. La actuación del Banco Central de Venezuela en las operaciones de Crédito público que realiza el Gobierno Nacional se enmarca dentro de lo que establece la Ley que lo rige, cuyo artículo 43, numeral 3 le impone emitir opinión razonada, cuando el Estado y las entidades públicas proyecten realizar operaciones de crédito público.

Asimismo, la Ley Orgánica de Crédito Público establece la obligación del Ejecutivo Nacional de solicitar la opinión del Banco Central de Venezuela en todos los casos en que se efectúen operaciones de crédito público, aunque tales opiniones no tengan carácter vinculante. Son éstas, disposiciones obligantes frente a las cuales el Banco Central no puede inhibirse. El Ambito que abarque la opinión que emita el Banco Central de Venezuela dependerá del tipo de operación de que se trate y del ente público que la realice. Cuando se trata de fijar el monto máximo de endeudamiento neto que podrá contraer la República en un ejercicio fiscal, mediante Ley especial comúnmente conocida como "Ley Paraguas" la opinión del Instituto Emisor se referirá a los efectos fiscales y macroeconómicos de dicho endeudamiento neto. A su vez, en el caso de operaciones de crédito público específicas, la opinión del Banco versaría sobre "las condiciones financieras de las operaciones".

2.- Solicitud de Opinión. En el caso que nos ocupa, el 28 de agosto de 1997 el Ministerio de Hacienda solicita la opinión del Banco Central de Venezuela sobre una primera Operación de Refinanciamiento de Deuda Pública, mediante la cual serían emitidos Bonos Globales por un monto que oscilara entre USA\$ 2.000 y USA\$ 3.000 millones dependiendo de las condiciones existentes en los mercados internacionales, los cuales servirían para canjear Bonos de la Deuda Pública emitidos en 1990, conocidos comúnmente como "Bonos Brady". Esta solicitud estuvo precedida por una explicación preliminar sobre las características generales de la emisión, que el Ministro de Hacienda y sus asesores dieron al Directorio del Banco Central de Venezuela en su sesión ordinaria del 21 de agosto de 1997. El 29 de ese mes, el Banco Central comunicó al Ministro de Hacienda su opinión al respecto. Posteriormente, el 12 de

septiembre, por solicitud del Ministerio de Hacienda, el Directorio del Instituto se pronuncia, con ocasión del incremento del monto a emitir de Bonos Globales hasta USA\$ 4.000 millones.

En resumen, el Banco Central de Venezuela conoció y analizó las dos Solicitudes del Ministro de Hacienda que, en realidad, a efectos prácticos constituyen una sola, ya que la segunda es una versión aumentada y mejorada de la primera en un lapso que va desde el 21 de agosto hasta el 12 de septiembre, tiempo en el cual se efectuaron cuatro reuniones del Directorio para considerar la materia. El hecho de que la segunda solicitud fuera atendida el mismo día, eslo refleja la urgencia de lograr una opinión oportuna pero en ningún caso supone ligereza o superficialidad en la consideración del tema por el Directorio, ya que venía tratándose desde tiempo antes.

La información sobre las condiciones financieras de la operación que utiliza el Banco Central de Venezuela para cumplir con su obligación legal de emitir opinión sobre operaciones de crédito público, provino del Ministerio de Hacienda, como Organismo que canaliza las relaciones entre el Gobierno Nacional y el Banco Central de Venezuela. Esa información es habitualmente admitida por el Banco como supuesto para iniciar los análisis del caso. Además, el Instituto cuenta con una base de información propia suficientemente amplia y actualizada continuamente, que le permite analizar al momento la situación de los mercados financieros internacionales y, de manera especial, hacer un seguimiento continuo de las condiciones financieras de los títulos que en esos mercados emiten otros países en proceso de desarrollo. El análisis permanente de las emisiones de los países latinoamericanos y la evolución de su deuda soberana aquella que no está garantizada por "colaterales" son conocidos por el Directorio en cada reunión ordinaria, por lo que el Instituto estuvo en capacidad de comparar rápidamente las condiciones financieras de la emisión venezolana monto, plazo, tasa y margen, principalmente con las de otros países que actúan en los mismos mercados: México, Brasil y Argentina.

3.- La opinión del Banco Central de Venezuela. Conocidos estos antecedentes, el Instituto procedía a emitir su opinión favorable basado en los siguientes hechos:

1) Las condiciones financieras de la emisión monto, plazo, tasa y margen son similares a las existentes, para ese momento, en los mercados financieros internacionales de títulos públicos sin garantía colateral. En efecto, de la comparación con tres países latinoamericanos que ofrecen títulos en esos mercados México, Brasil y Argentina surge una conclusión indudable: los tres países colocaron montos inferiores (1.750, 3.000 y 2.250 millones de dólares, respectivamente), frente a USA\$ 4.000 millones de Venezuela; en los cuatro casos el plazo fue de 30 años, y la tasa de interés nominal de la emisión venezolana fue la menor de todas: 9,25% anual frente a 11,5%, 10,125% y 9,75% en los otros países. Sólo nos superará Argentina en el caso del margen entre el rendimiento de sus bonos y la tasa marcadora del Bono del Tesoro: 3,05% para Argentina y 3,25% para Venezuela. En los casos de México y Brasil ese margen ascendió a 5,52% y 3,95%, respectivamente. La reducción del margen financiero en el caso venezolano significa que la diferencia entre el rendimiento que aspiran obtener los inversionistas en Bonos Globales de Venezuela y el que ofrecen los bonos del Tesoro

de Estados Unidos de igual plazo, ha disminuido, como consecuencia de la mejor percepción que tienen sobre la economía venezolana.

2) La operación constituye un ahorro neto para la República. Los flujos de caja proyectados por el Ministerio de Hacienda indicaban lo que fue confirmado posteriormente al realizar la operación de canje: que los flujos de efectivo que debía pagar la República por el servicio de los Bonos Brady, más la amortización de su deuda con el Banco Central, sería mayor que el flujo de pagos en las nuevas condiciones, consistentes en una deuda en Bonos Globales inferior a la cancelada y también en una menor deuda con el Banco Central. La diferencia favorable, sin embargo, no puede compararse en valores corrientes porque los períodos de desembolso y los montos varían entre un caso y el otro. Por esta razón, El Banco aplicó tasas de descuento para obtener el llamado Valor Presente Neto (VPN) que permite comparar el valor de los pagos que han de realizarse en diferentes momentos del tiempo. Cualquiera de los procedimientos aplicados y dentro de distintas alternativas razonables de predicción del comportamiento de las tasas de interés en el futuro, arroja resultados siempre favorables a la República. Ello es debido a que, si por una parte se incrementa la tasa de interés a pagar por los Bonos Globales lo que significa un mayor costo del servicio de esa deuda por la otra se reducen las obligaciones actuales en Bonos Brady y con el Banco Central, que compensan con creces aquel aumento.

3) El perfil del "riesgo país", aunque es un elemento cualitativo, no podía ignorarse en un análisis completo sobre la conveniencia para la República de efectuar la operación en referencia. El grado en que la deuda de un país representa un mayor o menor riesgo para los tenedores de sus títulos, constituye un elemento de mucha importancia para establecer las condiciones financieras de su colocación internacional, con efectos concretos en el costo de las emisiones y en la posibilidad misma de acceder a mercados externos. Por esta razón, se considera que la presencia de Venezuela en los mercados de obligaciones internacional es de largo plazo contribuiría como en efecto, contribuye a fortalecer el crédito de la República en esos mercados. Las condiciones financieras definitivas de los Bonos Globales son un claro indicador de cómo ha mejorado la percepción de "riesgo país" de Venezuela por parte de los inversionistas, por lo que se convierte en un importante factor que influirá en beneficio de futuras emisiones de la República y de otras entidades nacionales. La emisión de deuda soberana como la que se plantea en este caso, que no requiere ninguna garantía específica sino la general de la República, es sin duda una prueba del mejoramiento de la imagen internacional del país. Sin embargo, la percepción de "riesgo país" es un concepto que puede deteriorarse rápidamente si se incumpliera el riguroso servicio de la deuda y si otras circunstancias de carácter político y de seguridad jurídica afectaran negativamente la opinión internacional.

4) La liberación de los colaterales dados en garantía por la República y su entrega al Banco Central de Venezuela, constituye uno de los aspectos que más ha sido comentado por la opinión pública y que más de cerca atañe al Instituto. Al respecto, resulta útil explicar varios aspectos:

a) Como ya se indicó, tanto la Ley del Banco Central de Venezuela como la Ley Orgánica de Crédito Público imponen al Instituto Emisor la obligación de emitir opinión sobre las operaciones que el Ministro de Hacienda someta a su consideración. Es un hecho circunstancial que haya emitido opinión sobre una operación que sin duda le beneficia, pero sería inadmisibles pensar que por esa eventualidad no emitiera opinión alguna lo cual constituiría un desacato a la Ley, o la emitiera desfavorable para evitar interpretaciones influidas por la idea errónea de que es "juez y parte" en la operación analizada.

b) La entrega al Banco Central de los colaterales liberados por la amortización de Bonos Brady es una obligación de carácter legal que no puede ser incumplida. En este caso, es conveniente recordar que el 9 de enero del año en curso fue promulgada la "Ley Especial que autoriza al Ejecutivo Nacional para realizar operaciones de crédito público destinadas a refinanciar obligaciones de la República con el Banco Central de Venezuela". El Congreso de la República aprobó dicha Ley con el objeto de permitir al Ejecutivo emitir un título en dólares para pagar al Banco Central las acreencias que el Instituto mantenía contra la República por diversos conceptos, entre ellos el de haber asumido obligaciones internacionales para financiar a la República la constitución de las garantías requeridas para la emisión de Bonos Brady. El artículo 5 de esa Ley establece claramente que "La República deberá destinar al pago de las obligaciones que resulten del refinanciamiento a que se refiere esta Ley , el producto de las garantías que se liberen a partir del 1ero de enero de 1997...". No se entiende, entonces, que pueda pensarse que el Gobierno Nacional pudiera utilizar tales garantías liberadas para otros fines, cuando ellas tienen una única aplicación, establecida hace menos de un año por el mismo Legislador, cual es la de cancelar obligaciones con el Banco Central de Venezuela.

c) Con la entrega de los colaterales al Banco se fortalece su balance, ya que convierte una parte del activo a largo plazo, constituido por el bono en dólares emitido por la República, en Bonos del Tesoro americano que por su alta liquidez se pueden convertir en divisas inmediatamente disponibles. Además, aumenta de inmediato la posición de Reservas Internacionales del Banco Central, lo cual le otorga mayor capacidad para continuar aplicando la política cambiaria acordada, como uno de los instrumentos principales para frenar la inflación. Por otra parte, disponer de mayores recursos en divisas para respaldar la política cambiaria, hace menos exigente el esfuerzo que debe realizar el Instituto en la esfera monetaria.

d) Se ha argumentado que desde un punto de vista consolidado, bajo el cual se agrupan las acreencias y deudas de la República con las del Banco Central, lo que es un activo de éste y un pasivo de aquélla se compensarían. De este criterio contable se extrae la errónea conclusión de que no sería necesario cancelar la deuda de la República con el Banco Central, en vista de que el patrimonio conjunto no se alteraría debido a que la tenencia por el Instituto Emisor de un activo (acreencias contra la República)sería compensada exactamente por una obligación del Gobierno con el Banco Central. Lo incorrecto de este razonamiento es la identificación tácita que se hace entre el Banco Central y cualquier otro ente del Estado que tenga acreencias contra la República. Ese argumento ignora el efecto monetario de la actividad del

Banco Central, el cual, debido a su naturaleza, es el único que puede crear dinero mediante la emisión de moneda de curso legal.

Cuando el Banco Central de acuerdo con la Ley vigente en 1990 financia a la República la compra de los colaterales que permitirán la colocación de Bonos Brady, estaba otorgando un crédito y, por lo tanto, estaba creando dinero o endeudándose, lo que representará un aumento de la liquidez y tuvo un impacto en la inflación que soporta Venezuela. Lo razonable, entonces, tal como sabiamente lo previó el Congreso Nacional al prohibir expresamente, en su nueva Ley, otorgar créditos al Gobierno, es que la República proceda a la entrega de los colaterales al Instituto Emisor.

e) Ha sido generalmente aceptado tanto en ellos como en el resto del mundo que todos los países que utilizaron este mecanismo de canje de bonos (México, Brasil y Argentina), obtuvieron resultados favorables por la liberación de colaterales, que deben ser tomados en cuenta al analizar la operación en su conjunto, ya que éstos forman parte integral e indivisible de la misma. Cada país destinó los recursos liberados a la finalidad que consideramos pertinente: México, a precancelar deudas con el Tesoro de Estados Unidos; Brasil, a reducir su deuda pública interna; Argentina, a recomprar montos adicionales de su deuda externa; y Venezuela, por razones de salud económica y por mandato de la Ley aprobada en enero de este año por el Congreso, a reducir la deuda en dólares con el Banco Central de Venezuela.

En conclusión, el Directorio del Banco Central de Venezuela considera que el Instituto ha cumplido cabalmente con las disposiciones de su Ley y de la Ley Orgánica de Crédito Público, que le imponen emitir opinión sobre las operaciones de crédito público que el Ministro de Hacienda someta a su consideración. Asimismo, su análisis del caso específico del canje de Bonos Brady por Bonos Globales le permite ratificar, de acuerdo con la información recibida del Ministerio de Hacienda y con los resultados de los estudios efectuados por el Banco Central de Venezuela utilizando técnicas de evaluación financiera generalmente aceptadas que la operación realizada ha sido conveniente para la República, como lo han demostrado los resultados concretos alcanzados, particularmente en cuanto al ahorro obtenido y a la mejor percepción de la deuda del país que tienen los mercados internacionales.