



BCVOZ

E C O N Ó M I C O

8 DEPARTAMENTO DE INFORMACIÓN Boletín económico informativo, septiembre de 2003 • año 8

Una ventana a los bonos soberanos emergentes ofrece nueva publicación en *website* del BCV

“Durante 2003, está previsto que los países emergentes emitan deuda externa por un volumen cercano a US\$ 30.000 millones, según estimaciones de la revista *International Financial Review*. Esta cifra es superior al total colocado el año precedente de US\$ 27.105 millones. En este contexto, durante el primer trimestre del año en curso se realizaron emisiones por US\$ 13.709 millones, lo cual representa un incremento de 2,9% del total emitido con respecto al mismo período en el 2002, y de 256,9% en relación con el último trimestre de ese año”. Para el segundo trimestre, los países emergentes emitieron deuda externa por un total de US\$ 14.933 millones, “lo cual representa un incremento de 167,6% respecto al mismo período del año 2002, y de 8,9% en relación con el primer trimestre de 2003”.

Esta información está contenida en las dos primeras ediciones del Boletín Trimestral *Evolución de los Mercados de Deuda Soberana Emergente* (correspondientes al I y II trimestre de 2003), la más reciente publicación del Banco Central de Venezuela y que será difundida periódicamente a través de su página web (www.bcv.org.ve). El boletín fue diseñado para realizar un seguimiento permanente a la evolución de las corrientes de capital dirigidas hacia opciones de inversión en títulos valores emitidos por gobiernos de países en desarrollo.

La motivación principal de este nuevo boletín radica en la importancia que han obtenido, durante los últimos años, los mercados internacionales de deuda soberana emergente como fuente de financiamiento para la mayoría de los países en vías de desarrollo.

En la primera edición, correspondiente al primer trimestre de este año, se explica que la baja rentabilidad ofrecida

actualmente por los mercados maduros y los amplios excedentes de liquidez que se observaron durante el período, ante la marcada política monetaria expansiva instrumentada por los bancos centrales de los países avanzados, estimuló el mayor apetito de riesgo de los agentes, lo que también se verificó en los mercados primario y secundario de bonos soberanos emergentes. En la edición del segundo trimestre se confirma que el entorno global prevaleciente durante el período, a pesar de mostrar altibajos en el sentimiento del inversionista, impulsó el interés hacia activos riesgosos, lo que favoreció el mejor desempeño en los mercados primarios y secundarios de deuda soberana emergente.

La publicación remite a diferentes indicadores que elaboran los bancos de inversión como *JP Morgan* y *Morgan Stanley*, entre otras, sobre la evolución de los mercados de deuda soberana emergente. Separado por secciones muy bien definidas, el boletín explora, entre

otros aspectos, el contexto político y económico internacional, el desempeño de los mercados bursátiles y cambiarios mundiales, la evolución de la aversión al riesgo global de los inversionistas, el monto de las emisiones primarias de bonos soberanos realizadas durante el período, y las expectativas sobre el desempeño futuro de estos mercados.

Este boletín se podrá consultar en el *website* del BCV la tercera semana después del cierre de cada trimestre. De esta manera, el Banco Central de Venezuela ofrece al público una visión global del mercado de deuda soberana emergente, a través del estudio constante del comportamiento de los títulos públicos. Con ello, el usuario logrará una comprensión más profunda de la dinámica actual de estos mercados, sus características e imperfecciones y la forma en que los inversionistas responden a diversos acontecimientos.

Glosario

Mercados financieros emergentes: Mercados financieros de países no desarrollados con acceso a los mercados de financiamiento externo, en los cuales se mantienen activos. Los instrumentos emitidos son respaldados totalmente por el Estado o Reino. Su principal característica es el elevado retorno que poseen por considerarse más riesgosos. Una de las acepciones es la definición del Banco Mundial (BM): cualquier país con un nivel de ingreso promedio per cápita menor de US\$ 8,956 es clasificado como un mercado emergente. El BM considera que 44 países en desarrollo califican para este tipo de visión, entre ellos, Venezuela.

Mercados primarios: Mercados donde la emisión de un instrumento es ofertada y/o vendida al público por primera vez.

Mercados secundarios: Aquellos en los cuales los instrumentos son transados después de su oferta inicial en el mercado primario.

Aversión al riesgo: Actitud precavida de un inversionista hacia la tenencia de activos riesgosos en su portafolio. Un inversionista con mayor aversión al riesgo demandará una prima superior cuando considere que se trata de un instrumento de alto riesgo.

Cuatro preguntas sobre las tasas de interés con sus lecciones

Eduardo Zambrano y Omar Mendoza

1. ¿Qué son las tasas de interés?

Las tasas de interés son un precio, como el precio de un martillo o el precio de un clavo. Existe, sin embargo, una diferencia muy particular entre estos precios y la tasa de interés. El precio del martillo se refiere a cuántos bolívares sacrifica uno **en el presente** para obtener un martillo **en el presente**. Como usualmente se utiliza la noción de tasa de interés cuando se tiene en mente operaciones con dinero, entonces se puede decir que la tasa de interés (también llamada "tasa de interés nominal") se refiere a cuántos bolívares sacrifica uno **en el futuro** para obtener un bolívar **en el presente**.

Como el futuro aparece en la definición de la tasa de interés, y como nadie sabe a ciencia cierta qué nos depara el futuro, resulta esencial, para entender el comportamiento de las tasas de interés en un país, tomar en cuenta qué expectativas sobre el futuro tienen quienes prestan y piden prestado.

Lección N° 1: Las tasas de interés en el presente dependen no sólo de lo que ocurre en el presente, sino también de las expectativas que la gente tiene sobre lo que ocurrirá en el futuro.

2. ¿Qué son las tasas de interés reales?

Las tasas de interés reales se refieren a cuántos bienes sacrifica uno en el futuro para obtener un bien en el presente. No se refiere uno a bolívares, porque la gente no consume bolívares en sí. Se hace referencia a los bienes que los individuos habitualmente consumen. En esencia, las tasas de interés reales son las tasas de interés nominales ajustadas por la inflación que las personas esperan ocurra durante el período del préstamo¹.

Cuadro N° 1
Tasas reales de interés activas en países en vía de desarrollo
Período 1987-2001

	Promedio				Coef. Variación (%)	Número de observaciones mensuales		
	Ene-87	Ene-92	Ene-97	Ene-87		Negativas	Positivas	Total
	- Dic-91	- Dic-96	- Dic-01	- Dic-01				
1 Ecuador	-9,6	27,7	-10,0	4,7	602,6	79	101	180
2 Venezuela	-8,4	1,4	15,8	1,4	1543,3	73	107	180
3 Sri Lanka	1,9	11,6	12,1	8,0	276,0	73	107	180
4 Botswana	-1,3	3,4	8,2	3,4	205,5	54	126	180
5 India	7,9	8,6	10,1	8,3	141,7	38	142	180
6 Malta	7,5	5,0	5,3	5,9	140,8	37	143	180
7 Corea	3,3	4,4	8,4	5,1	134,5	35	145	180
8 Honduras	3,9	7,2	18,6	10,2	127,3	30	150	180
9 Guatemala	4,4	12,7	13,4	10,1	142,1	29	151	180
10 Dominica	7,5	9,1	9,7	8,7	157,6	28	152	180
11 Colombia	21,2	27,7	19,8	30,3	245,3	27	153	180
12 Jamaica	5,4	23,9	20,4	17,0	110,1	25	155	180
13 Mauricio	9,5	12,0	16,1	12,5	95,1	23	157	180
14 Singapur	4,3	4,1	6,2	4,8	80,4	20	160	180
15 Malasia	4,9	5,1	5,7	5,3	76,4	19	161	180
16 Bahamas	3,9	5,5	4,6	4,8	92,9	17	163	180
17 Chile	17,2	12,6	12,3	13,9	91,9	12	168	180
18 Sur Africa	4,2	9,3	12,3	8,8	81,8	17	163	180
19 Tailandia	8,5	7,8	8,5	8,1	73,9	12	168	180
20 Costa Rica	12,4	17,4	15,0	14,8	65,2	11	169	180
21 Uruguay	94,3	85,9	59,8	81,0	45,2	1	179	180
Promedio	9,7	14,4	13,0	12,7				

Nota: Las tasas de interés reales fueron calculadas utilizando información del FMI "International Financial Statistics", marzo, 2003. Se supuso para el cálculo que los individuos tienen previsión perfecta. Los países fueron seleccionados de acuerdo con la disponibilidad de información para todo el período de referencia.

Este asunto de usar la inflación esperada es muy importante. Veamos esto con un ejemplo:

Una persona está considerando colocar en un banco muy sólido cien mil bolívares hoy por un año a una tasa de interés de 30 por ciento. En lugar de colocar el dinero en el banco la persona tiene la opción de comprar hoy, con esa misma cantidad, un paquete de cien bloques de cemento (a mil bolívares por bloque) que la persona va a necesitar dentro de un

año. ¿Debe poner la persona el dinero en el banco o comprar los bloques? La respuesta a esa pregunta depende de qué ocurra con el precio de los bloques durante el año. Por ejemplo, si la persona espera que el precio de los bloques suba más de 30 por ciento, pues no le conviene poner el dinero en el banco. Si la persona espera que el precio de los bloques suba menos de 30 por ciento entonces le conviene poner el dinero en el banco. Lo que la persona vaya a hacer, por ende,

¹ La tasa de interés real se calcula de la siguiente manera: $r_t = \frac{(1+i_t)}{(1+\pi_{t,t+1})} - 1$, donde r_t denota a la tasa de interés real, i_t significa tasa de interés nominal y $\pi_{t,t+1}$ es la tasa de inflación esperada. Bajo el supuesto de que todos los individuos tienen previsión perfecta, entonces la tasa de inflación esperada es igual a la observada. Esto es, $\pi_{t,t+1} = \pi_{t,t}$. En este caso tenemos una medición *ex post* de la tasa de interés real.

depende de qué espera la persona suceda con el precio de los bloques.

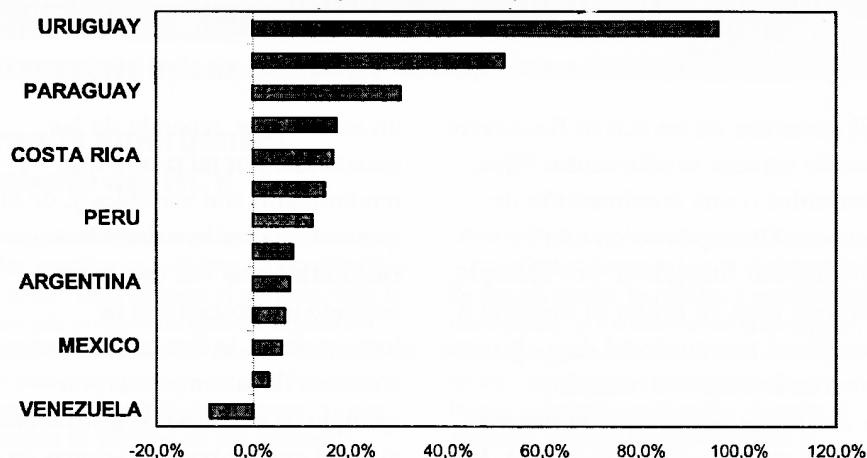
Supongamos que la persona espera que el precio de los bloques suba exactamente por un monto igual a la inflación, y que su expectativa de inflación es de 25 por ciento. En ese caso le conviene poner su dinero en el banco, porque con los 130 mil bolívars que recibe al final del año $[=100 \text{ mil} * (1 + 30\%)]$ y dado que los bloques cuestan ahora 1.250 bolívars $[=1.000 * (1 + 25\%)]$, la persona puede comprarse ahora 104 bloques $[=130 \text{ mil} / 1.250]$, 4% más de bloques que lo que tendría de haber comprado los bloques a principios del año. A pesar de que la tasa de interés nominal que ofrece el banco es de 30%, el rendimiento real que puede esperar la persona de invertir en el banco es, por ende, 4%.

Note que en el ejemplo es la expectativa de inflación, más que la inflación en sí, la que determina la decisión de la persona. Esto es así, naturalmente, porque para el momento en que la persona tiene que tomar la decisión no sabe cuál va a ser la inflación que tendrá lugar en los siguientes doce meses. La tasa de interés real calculada con base en la expectativa de inflación suele llamarse tasa de interés real *ex ante*.

No obstante, los economistas suelen calcular un indicador llamado tasa de interés real *ex post*, el cual toma como medida de inflación a la inflación realizada en lugar de la expectativa de inflación. Esto por cuanto se espera que, en promedio, la gente tenga una idea más o menos cierta sobre cuál va a ser la inflación realizada en el país, aunque en ciertos momentos se sobreestime o subestime la magnitud de esa inflación.

Lección N° 2: Para adoptar la decisión de dónde invertir, las personas prestan atención a la tasa de interés real, más que a la tasa de interés nominal.

Gráfico 1
Tasas de interés activas reales
(diciembre 2002)



Fuente: International Financial Statistic, Consensus Forecasts y cálculos propios.

3. ¿Son altas las tasas de interés en Venezuela?

El Cuadro 1 presenta las tasas de interés reales, calculadas *ex post*, que cobran los bancos a sus clientes, para una muestra de veintinueve países en vías de desarrollo durante el período 1987-2001.¹ El cuadro muestra lo siguiente:

- Las tasas de interés reales no tienden a ser similares entre los países en vías de desarrollo. Durante el período 1987-2001, el país con la menor tasa real de interés activa promedio es Venezuela (1,4%) y el país con la mayor tasa es Uruguay (81,0%). A su vez, Venezuela es el país con mayor volatilidad en dichas tasas mientras Uruguay es el país con menor volatilidad (la volatilidad medida por el coeficiente de variación). De allí que procurar mantener tasas bajas no necesariamente repercute en una mayor estabilidad.
- A pesar de su bajo promedio durante el período 1987-2001, la tasa real de interés activa en Venezuela presentó una tendencia creciente, al pasar de -8,4% en el subperíodo 1987-91 a 15,8% en el subperíodo 1997-2001. Este último valor es superior al promedio para los veintinueve países (13,0%) en ese quinquenio.

– Ecuador, Venezuela y Sri Lanka, fueron los países que observaron tasas de interés reales negativas en un mayor número de meses entre 1987 y 2001.

Lección N° 3: Históricamente, Venezuela ha tenido tasas de interés reales muy bajas. Por ende, si la inversión privada en Venezuela no prospera, los indicios son de que no puede atribuirse esto al alto nivel de las tasas de interés reales en el país.

4. ¿Y qué hay de la actualidad?

Para saber si las tasas de interés reales hoy son altas o bajas, es necesario tomar en cuenta cuál es la expectativa de inflación que tienen las personas para los próximos meses. El Gráfico 1 muestra las tasas de interés reales vigentes, calculadas *ex ante*, a principios de año para una muestra de países latinoamericanos.

Lección N° 4: Las tasas de interés reales en Venezuela siguen siendo las más bajas de América Latina; éstas se encuentran en su punto más bajo desde 1997. Por ende, esta evidencia tiende a indicar que es poco probable que en Venezuela la inversión pueda recuperarse simplemente mediante la adopción de una política destinada a bajar las tasas de interés.

Naturaleza de los activos financieros

Luis E. Rivero M.

El poseedor de un activo financiero puede esperar rendimientos fijos, variables o una combinación de ambos. Un depósito en una institución financiera, por ejemplo, supone para su titular el derecho a recibir el monto de tal depósito más los rendimientos acordados y definidos por el tipo de interés que se pacte, y el nivel de éste. En la misma categoría, aunque con diferente nivel de riesgo, entran los bonos emitidos por empresas privadas, gobiernos e instituciones internacionales, tales como papeles comerciales, bonos de deuda pública nacional (DPN), letras del tesoro, o títulos emitidos por una institución como la Corporación Andina de Fomento. Estos activos financieros son conocidos como **instrumentos de deuda**, y lo que los caracteriza es un rendimiento fijo en la moneda de que se trate.

En cambio, hay derechos representados por acciones, que implican un compromiso para el emisor de pagar al titular de ellos

un monto que depende de las ganancias. Por tal razón, los rendimientos son variables y, de allí, que se les considere **derechos residuales**, una vez que hayan cobrado los poseedores de instrumentos de deuda. Las acciones comunes de las empresas son ejemplo de este tipo de instrumento, al igual que las participaciones en la propiedad de una sociedad.

Sin embargo, también existen instrumentos que constituyen una combinación de los dos tipos anteriores. El ejemplo típico son las acciones preferentes, que pueden obligar al emisor –la empresa– a pagar una cantidad fija, aunque después de atender los compromisos con los poseedores de instrumentos de deuda; esto torna tal pago a los dueños de estas acciones en contingente. El otro ejemplo usual es el de los bonos convertibles, que le dan derecho a su poseedor a cambiarlos por acciones cuando se cumplan determinadas condiciones. Las acciones preferentes y los instrumentos de deuda, son

denominados también **instrumentos de renta fija**.

Cabe destacar que, pese a estos solapamientos entre los distintos tipos de activos financieros, como se habrá podido apreciar lo importante para determinar la preeminencia de los titulares de instrumentos de deuda sobre los accionistas de las empresas, a la hora de recibir sus rendimientos, es el hecho de que se trate de terceros ajenos a la empresa, y por eso, su lugar privilegiado en la lista; los accionistas –copropietarios– son considerados “de la casa” y de allí su ubicación a la hora de la repartición de las ganancias. En otras palabras, cuando se adquiere un instrumento de deuda, se le hace un préstamo contractual al emisor de ella; en cambio, cuando se adquiere una acción, se compra una parte de la empresa, con todos los riesgos y beneficios que tal hecho supone, entre los cuales se encuentra, de acuerdo con la legislación vigente y las reglamentaciones que rijan, la posibilidad de adoptar decisiones al interior de ella.

Presidente
Diego Luis Castellanos E.
Primer Vicepresidente
Gerente
Gastón Parra Luzardo
Gerente de Comunicaciones
Institucionales
Mary Batista Lorenzo

Grupo Editor
Luis E. Rivero M.
Mary Batista Lorenzo
Txomin las Heras
Inger Pedreáñez
Omar Mendoza

Jefe del Departamento de Información
Txomin las Heras
Departamento de Información
Inger Pedreáñez
María Fernanda Marcano
María M. Ramírez S.
Marthi Cardozo
Isabel Mora

Corrección, diagramación e impresión
Dpto. de Publicaciones
ISSN
1315-1407
Agradecemos el apoyo de la Oficina Proyecto de Sistema de Pagos en el trabajo de las páginas centrales.

Los artículos de opinión no reflejan necesariamente la política informativa del BCV.

El Grupo Editor evalúa los contenidos de esta publicación.