

Venezuela

INSTITUTO DE ESTUDIOS SUPERIORES
DE ADMINISTRACION, IESA
Caracas

Responsable:
Gustavo Márquez

coyuntura económica andina

VENEZUELA

Introducción y resumen	211
Actividad económica	217
Sector externo	221
Finanzas públicas	224
Situación monetaria	226
Empleo y salarios	232
Precios	233
Algunas conclusiones	235

Venezuela*

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

A. Síntesis de la evolución económica durante 1988

La evolución de la economía venezolana durante 1988 estuvo dominada por la persistencia de importantes excesos de demanda y por una fuerte represión administrativa de la inflación. El alto déficit fiscal y el mantenimiento de tasas de interés reales fuertemente negativas sirvieron como estímulo al crecimiento de la demanda agregada. Las elecciones presidenciales programadas para finales del año impusieron al gobierno la contradictoria necesidad de simultáneamente mantener bajos niveles de inflación. Para lograrlo, se mantuvieron sin variación las tarifas de servicios públicos y los precios internos de bienes producidos por el sector público (particularmente gasolina), lo que contribuyó a aumentar la brecha fiscal alimentando así los excesos de demanda. Adicionalmente, se mantuvo un sistema de control de precios prácticamente

universal y se demoró todo lo posible la autorización de aumentos.

Ya desde principios del año era claro que el programa de refinanciamiento de la deuda externa firmado en 1986 implicaba una caída de las reservas internacionales que hacía insostenible la paridad cambiaria oficial de Bs.14.50/US\$. Esto resultó en un aumento de la demanda por importaciones, en la medida en que los productores adelantaron importaciones para cubrirse de la devaluación. Sin embargo, dado que el gobierno impuso a los importadores la obligación de financiar el costo en divisas de las importaciones a un plazo de 180 días, el problema de la tasa de cambio a la cual se pagarían las importaciones se convirtió en un tema crucial cuya resolución domina el panorama del primer trimestre de 1989.

El PIB creció 4.2% durante el año, permitiendo una reducción del desempleo a 7%. En contraste con 1987 el PIB petrolero creció 2.7% y las actividades no petroleras crecieron 4.3% (Cuadro 1). En términos de distribución entre actividades productoras de bienes y de servicios la

* La realización de este informe ha sido financiada con fondos del Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales (ILDIS) de Caracas.

Cuadro 1
VENEZUELA: INDICADORES MACROECONOMICOS BASICOS
(Tasas anuales de crecimiento)

	Promedio 1974-78	Promedio 1979-83	1984	1985	1986	1987	1988
PTB real							
Total	5.8	-1.0	-1.1	-2.4	5.6	0.9	2.7
No petrolero	8.1	-0.8	-1.2	3.2	7.1	4.2	4.3
Inflación ^a							
P. consumidor	8.2	13.1	12.2	11.4	11.6	28.1	19.7
P. al por mayor	11.0	11.5	17.5	15.2	16.9	45.7	n.d.
Liquidez (M2)	28.0	17.4	8.8	8.6	16.6	24.3	14.1
Tasa de desempleo	4.5	6.9	13.3	12.1	10.3	8.5	7.0
Saldo en Cta. Cte. (millones de dólares)	0.2	9.8	5.4	3.1	-2.0	-0.5	-4.9

^a Se refiere a variaciones promedio.

Fuente: B.C.V.

estructura se mantuvo invariable entre 1987 y 1988 (ver Cuadro 2). El déficit de Balanza de Pagos alcanzó US\$4.900 millones. Se importaron US\$3.000 millones más de lo programado, causando un déficit de Balanza Comercial por US\$515 millones, el primero que Venezuela registra en diez años. Adicionalmente, se destinaron alrededor de US\$3.000 millones al pago de intereses de la deuda externa. El financiamiento del déficit de Balanza de Pagos se hizo por dos vías: pérdida de reservas internacionales operativas del Banco Central y contratación de pasivos externos a corto plazo. La primer vía originó que las reservas operativas del BCV bajaran a US\$2.000 millones, un nivel insuficiente para solventar déficits en cuenta corriente de la Balanza de Pagos similares a los registrados en 1986 y 1987. La segunda vía de financiamiento condujo en el primer trimestre de 1989 al llamado "problema de las cartas de crédito", que trataremos en detalle más adelante.

El déficit del Sector Público consolidado según cifras oficiales¹ se colocó en

Bs.43.895 millones (4.9% del PIB). Este déficit se originó en parte en la existencia de un desequilibrio en las cuentas básicas de ingresos y gastos del gobierno central (Bs.15.727 millones), pero fundamentalmente a la existencia de pérdidas cambiarias (Bs.20.244 millones) derivadas de los efectos del régimen de cambios diferenciales. El déficit financiero básico del gobierno central fue cubierto mediante una reducción de las reservas del Tesoro Nacional (Bs.15.091 millones), que cayeron a menos de la mitad de su valor nominal a fines de 1987. Por su parte, el sector público consolidado (versión restringida) registró un déficit básico de Bs.23.651 millones, que contrasta con el superávit registrado en 1987. En estas condiciones, se contrató nuevo endeudamiento público por Bs.15.825 millones para el financiamiento de la expansión de Empresas Públicas. El servicio de la deuda externa centralizada por el Ministerio de

1 Estimaciones no oficiales del déficit del sector público consolidado colocan la cifra en Bs.60.000 millones o 7% del PIB. De hecho, en la Carta de Intención firmada con el FMI esta última cifra es la que aparece

Hacienda ascendió a Bs.38.644 millones, 24.1% del total de los ingresos fiscales ordinarios.

En parte estas evoluciones están vinculadas a la caída de los precios del petróleo en el segundo semestre del año. Sin embargo, el sostenimiento de una política de demanda expansiva, la no reprogramación del pago del servicio de la deuda externa y la postergación de ajustes de los precios fundamentales de la economía jugaron un rol fundamental. Varios miste-

rios quedan por aclarar, como por ejemplo por qué se autorizaron US\$3.000 millones más de lo programado en importaciones, y por qué se autorizaron proyectos de expansión de empresas públicas básicas cuando el sector público estaba experimentando importantes déficits. Motivos electorales parecen ser la mejor explicación disponible.

La inflación fue algo menor que la de 1987 (35.5% en 1988 vs. 40.3% en 1987). Esta caída está relacionada con la esterili-

Cuadro 2
VENEZUELA: PRODUCTO INTERNO BRUTO
(Actividades transables y no transables)

	1984	1985	1986	1987	1988
Tasas de crecimiento del PIB real (%)					
Total no petrolero	-1.1	3.2	7.1	4.2	4.3
– Transable	4.2	4.9	9.3	4.5	3.8
– No transable	-3.2	2.6	6.3	4.1	4.4
– Construcción, comercio y transporte	-6.8	3.8	9.2	4.7	4.9
– Resto ^a	0.0	1.6	3.8	3.5	4.0
Estructura del PIB no petrolero (%)					
– Transable	26.8	27.2	27.8	27.8	27.7
– No transable	73.2	72.8	72.2	72.2	72.3
– Construcción, comercio y transporte	32.9	33.1	33.8	33.9	34.1
– Resto ^a	40.3	39.7	38.5	38.2	38.1
Precios relativos respecto del PIB no petrolero (Índices, Base 1984 = 100)					
– Transable	100.0	100.6	103.6	104.6	104.6
– No transable	100.0	99.8	98.6	98.2	98.2
– Construcción, comercio y transporte	100.0	105.1	105.7	109.7	110.8
– Resto ^a	100.0	95.4	92.4	88.1	87.0
Indicadores de la paridad real (Índices, Base 1984 = 100)					
– Tipo de cambio real ^b	100.0	94.3	120.6	119.2	154.6
– Precio relativo transable/no transables	100.0	100.8	105.1	106.5	106.4

^a Incluye electricidad y agua, gobierno general, servicios financieros y otros servicios.

^b Calculado con base en la variación diciembre/diciembre.

Fuente: B.C.V.

zación monetaria causada por el aumento del contravalor en bolívares de las importaciones del sector privado y con la caída de la demanda del público por saldos reales frente a las expectativas de aceleración de la inflación. Aunque los factores contractivos fueron en parte compensados por el efecto monetario expansivo del déficit del sector público, en el tercer trimestre del año el Banco Central debió aumentar enormemente el crédito interno al sistema bancario para mantener niveles de liquidez aceptable en la economía. Como consecuencia, los activos interno del Banco Central crecieron este año en un 67.8%, prácticamente el doble del crecimiento registrado en 1987.

Para finales del año era claro que la inacción que caracterizó a la Administración Lusinchi era insostenible. Tres años de postergación de los ajustes necesarios frente a la caída de los precios del petróleo resultaron en un agotamiento de los recursos financieros de la Nación, y del sector público en particular, que hacían imposible seguir financiado los desequilibrios de las cuentas fiscales y externas. El nivel alcanzado por el déficit fiscal, y la necesidad de financiarlo en el mercado interno, implicaban que de no producirse los ajustes necesarios la inflación en 1989 llegaría a niveles políticamente insostenibles. El agotamiento de las reservas, por su parte, hacía de la moratoria de pagos por deuda externa un hecho: el problema no era cómo pagar la deuda sino cómo funcionar por un año más sin nuevos préstamos. En este sentido, la deuda externa pasó a ser un problema secundario frente a la necesidad de obtener nuevo financiamiento.

B. Perspectivas para 1989

El primer trimestre del año ha estado dominado por el "problema de las cartas

de crédito". Este tiene que ver con el reconocimiento de garantías contra riesgo cambiario en los pasivos originados por las importaciones de 1988. Básicamente, la situación se originó en 1985 cuando el gobierno obligó a los importadores a financiar sus importaciones a 180 días. Si se devaluaba en ese período, los importadores deberían obtener más bolívares para pagar sus importaciones que lo originalmente programado (a la antigua tasa de cambio). El gobierno nunca otorgó explícitamente garantías contra el riesgo cambiario, pero, aducen los importadores, había una garantía implícita en la medida en que el sistema de control de precios reconocía los costos de insumos importados a la tasa de cambio controlada y no autorizaba aumentos por variaciones en la tasa de cambio libre. A la fecha de escribir esto, el gobierno decidió asumir una parte del costo de la variación de la tasa de cambio. En términos de las cuentas fiscales, el costo de esa decisión es de Bs.48.000 millones (aproximadamente US\$1.300 millones a la actual tasa de cambio), que llevan de un superávit de Bs.12.000 millones en las cuentas del sector público consolidado a un déficit de Bs.36.000 millones. En otras palabras, para que el sector privado no tenga que pagar los costos de la decisión de aumentar sus pasivos en divisas cuando una devaluación es inminente, los consumidores deberán financiar un déficit fiscal de 3% del PIB.

La nueva Administración ha decidido embarcarse en un programa de ajuste macroeconómico ortodoxo. Como primer paso en la obtención de nuevo financiamiento externo se firmó una Carta de Intención con el Fondo Monetario Internacional, a la cual se ligaron varias alternativas de financiamiento por fuentes alternas, incluyendo la banca internacional privada. Los objetivos fundamentales del

programa de ajuste son la eliminación de los desequilibrios en las cuentas fiscales y externas y la expansión del rol del mercado en la formación de precios en la economía.

Respecto al primer objetivo, el eje fundamental del programa es la eliminación del sistema de tipos de cambio múltiple y el paso a un sistema de flotación libre (aunque posiblemente "sucio"), la eliminación de todo el conjunto de restricciones cuantitativas y controles de importación y una racionalización del arancel de aduanas (incluyendo la eliminación de exoneraciones fiscales). Dada la existencia de una diferencia de 260% entre la tasa controlada y la tasa libre, el programa de ajuste supuso una maxi-devaluación muy significativa, presumiblemente suficiente para proteger a los productores nacionales aun con una reducción importante del arancel promedio.

Con el objeto de reducir el déficit fiscal se adoptó un programa de actualización de precios y tarifas públicas, incluyendo ajustes en el precio de la gasolina, y se planteó la imposición de un impuesto al valor agregado. Sumado a la devaluación, el conjunto de medidas propuestas implican un aumento de 178% en los ingresos del sector público consolidado. Sin embargo, como mencionábamos más arriba, el "problema de las cartas de crédito" hará que el déficit del sector público no pueda reducirse a menos del 3% del PIB en 1989.

En el contexto de liberalización de la economía, se decidió suspender el control administrativo de precios (excepto para un grupo de 25 bienes que forman la llamada canasta básica de consumo popular), eliminar la fijación administrativa de tasas de interés por el Banco Central de Venezuela y pasar a un sistema de control de la evolución de las tasas de interés vía

fijación de la tasa de redescuento. Como resultado de estas medidas se esperan importantes aumentos de precios (tanto por la inflación represada el año pasado, como por los aumentos de costos asociados a las actualizaciones de precios previstas en el programa de ajuste) y un alza significativa de las tasas de interés. Pese a que mucho se ha hablado de tasas de interés reales positivas, dado un nivel de inflación esperado de entre 60 y 100%, éste parece un objetivo difícil de lograr. Para el primer trimestre del año 89 las tasas de interés habían subido a 35% y la diferencia entre tasas activas y pasivas alcanzó a 16 puntos.

Originalmente, el programa de ajuste incluía un incremento de 30% en los salarios de los empleados del sector público y ninguna medida compulsiva de aumento salarial para los empleados del sector privado. Sin embargo, los disturbios de fines de febrero resultaron en la emisión de un decreto de aumento salarial de Bs.2.000 mensuales para los empleados del sector privado, que lleva el salario mínimo a Bs.4.700 mensuales. Poco o nada, sin embargo, se ha avanzado hasta la fecha en la implementación de los programas sociales, anunciados como parte del programa de ajuste. Pese a la insistencia de los organismos financieros internacionales en la reorientación del gasto social hacia programas de subsidio directo y mejoramiento de eficiencia en la prestación de servicios básicos de salud y educación, gran parte del gasto en programas sociales está destinado a subsidios indirectos a bienes de consumo básico. Esto se debe a la escasa o inexistente capacidad operativa de los ministerios del ramo para implementar programas de subsidio directo y al alto potencial de conflicto político de los programas de mejoramiento de eficiencia en la prestación de servicios públicos.

El éxito del programa de ajuste depende crucialmente de la obtención de nuevo financiamiento externo y de la adopción de un programa de disciplina fiscal que efectivamente reduzca el déficit del sector público. En cuanto al primer factor, voceros oficiales han mencionado cifras de US\$6.000 millones como nuevos préstamos y de US\$1.300 millones como ingreso de capital privado.

Aunque poco es lo que puede afirmarse al respecto, una reversión tan importante de los flujos de financiamiento externo a Venezuela parece al menos improbable. El financiamiento de organismos financieros internacionales estará condicionado al cumplimiento de las metas del programa de ajuste o ligado a proyectos de inversión específicos. En ambos casos, las proyecciones oficiales parecen demasiado optimistas. En cuanto al segundo factor, los esfuerzos de reducción del déficit del sector público parecen insuficientes, al menos si tomamos en cuenta el impacto del reconocimiento de las cartas de crédito sobre las cuentas fiscales.

Dado el impacto inflacionario de los ajustes de la tasa de cambio y la tasa de interés, no es probable que la economía crezca durante 1989. Las proyecciones oficiales de un crecimiento de 2% en 1989 parecen exageradamente optimistas. El aumento de costos financieros y de insumos, asociados al alza de las tasas de interés y de cambio, tendrá importantes efectos recesivos sobre la demanda agregada. A favor del crecimiento, sin embargo, actúa el hecho de que las empresas tienen importantes inventarios de insumos importados. El aumento de los costos financieros impulsará sin duda a las empresas a liquidar inventarios vía aumentos de la producción. Cuál de estas dos fuerzas domine dependerá crucialmente de los parámetros que el gobierno fije en

cuanto a evolución de precios. Una vez eliminado el sistema de control de precios, el gobierno podría manejar el arancel para reducir las presiones inflacionarias. Esto obligaría a las empresas a reducir márgenes, pero probablemente reduciría el impacto del ajuste sobre los volúmenes de producción, al evitar un traslado total del aumento de costos a los precios. Dada la estructura oligopólica de la industria en Venezuela es poco probable que esto cuestione la supervivencia de la industria nacional, que tiene mucho de dónde cortar.

Un alto grado de disciplina fiscal es indispensable para contrarrestar las presiones inflacionarias. Después de todo, el programa de ajuste se basa en el diagnóstico de que la inflación registrada en 1987 y 1988 tiene como origen la persistencia de excesos de demanda en una situación en que la oferta se encuentra limitada por la escasez de insumos importados. La devaluación que significa el paso a un sistema de flotación de la tasa de cambio parece suficiente como para cerrar la brecha externa y eliminar el racionamiento de divisas, pero no hace nada a corto plazo para desplazar la restricción externa determinada por la caída de los precios del petróleo. A más largo plazo, se supone, el cambio en los precios relativos estimulará las exportaciones no tradicionales y producirá divisas suficientes como para desplazar la restricción externa. Si el gobierno pretende mantener una política de expansión de la demanda agregada sin tomar en cuenta el hecho de que a corto plazo la devaluación no produce divisas adicionales, la persistencia de excesos de demanda no hará más que alimentar la inflación. En un contexto inflacionario nada garantiza que los cambios en los precios relativos sean los necesarios para reorientar la asignación de recursos hacia la producción exportable.

En este particular sentido es importante observar cuidadosamente la implementación de los programas de alivio de la carga de la deuda externa (Plan Brady *neé* Baker, etc.) que podrían tener efectos significativos sobre el desplazamiento de la restricción externa sobre el crecimiento. Sin embargo, la pregunta crucial es cuánto ayudan estos programas a cambiar los mecanismos de asignación de recursos en la economía. Mirando a experiencias pasadas uno no puede ser demasiado optimista. En los pocos casos en que una moratoria del servicio de la deuda externa fue declarada, quedó claro que, sin tomar medidas adicionales, aliviar la presión sobre la balanza de pagos no sirve como remedio de las crónicas distorsiones en la asignación de recursos que afectan a las economías latinoamericanas. Al contrario, al eliminar la urgencia del problema, sus efectos suelen ser la postergación de medidas de ajuste vistas como impopulares.

II. ACTIVIDAD ECONOMICA

A. Actividad económica global

1. Evolución durante 1988

El año 1988 fue un año de aceleración del crecimiento, pasando de 3.0% en 1987 a 4.2% en 1988. Como se mencionó en la Introducción, esto se logró con costos significativos en términos de fuertes desequilibrios externos e internos y del agotamiento de los recursos financieros de la Nación. Tanto el PIB petrolero como el no petrolero mostraron un crecimiento más rápido en 1988 que en 1987. El PIB petrolero creció fundamentalmente debido a una recuperación de la actividad de refinación, que aumentó en 1988 en 8.4%, con una leve recuperación de las actividades de extracción (ver Cuadro 3).

Dentro del PIB no petrolero son las actividades no transables las que muestran mayor crecimiento en 1988, en tanto que las actividades transables muestran una desaceleración respecto a 1987. Esta composición sectorial del crecimiento es consistente con la presencia simultánea de excesos de demanda y restricciones a la expansión de la oferta por el lado de las importaciones. En la medida en que las actividades transables utilizan más insumos importados, son ellas las que más fuertemente sienten el impacto de esta restricción. El gasto público, por otra parte, estuvo orientado fundamentalmente a la expansión de actividades de construcción y de provisión de electricidad y agua, lo que incrementó significativamente la tasa de crecimiento en estos dos sectores respecto a 1987. Dada la dependencia de las actividades no transables del nivel de gasto público, es poco probable que este panorama se repita en 1989.

2. Perspectivas para 1989

La adopción de un programa de ajuste ortodoxo es sin duda el cambio fundamental que Venezuela enfrenta en 1989. Cuál será su impacto sobre el nivel de actividad económica es algo que dista de estar claro. Las estimaciones oficiales de un crecimiento del PIB de 2% para este año lucen más como una manifestación de deseos que como producto de análisis de la realidad. Es poco probable que el PIB crezca por dos motivos. En primer lugar, los masivos aumentos de precios realizados durante el primer trimestre, particularmente en alimentos y bienes de primera necesidad, tendrán un impacto contractivo sobre la demanda agregada. En segundo lugar, aumentos del gasto fiscal en estas condiciones sólo servirán para validar monetariamente niveles superiores de inflación sin tener efectos significativos sobre la producción. En la medida

Cuadro 3
VENEZUELA: PRODUCTO INTERNO BRUTO POR CLASE DE ACTIVIDAD ECONOMICA
(Millones de bolívares de 1984 y variaciones porcentuales)

	Millones de bolívares de 1984				Variaciones porcentuales		
	1985	1986	1987	1988	86/85	87/86	88/87
Petróleo, gas y refinación	84786	89502	90274	92756	5.6	0.9	2.7
Total PIB no petrolero	313742	336014	350047	364957	7.1	4.2	4.3
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	23299	25224	26259	27356	8.3	4.1	4.2
Minería	2096	2485	2688	3080	18.6	8.2	14.6
Manufacturera	59986	65577	68491	70679	9.3	4.4	3.2
Electricidad y agua	6596	6860	6746	7047	4.0	-1.7	4.5
Construcción	18532	20346	21228	22542	9.8	4.3	6.2
Comercio, restaurantes y hoteles	58771	64051	65875	68450	9.0	2.8	3.9
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	26558	29046	31659	33628	9.4	9.0	6.2
Productores de servicios de la admón. pública	35450	35301	35726	36726	-0.4	1.2	2.8
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles	58101	61229	67790	74099	5.4	10.7	9.3
Servicios imputados a instituciones financieras	(10785)	(12478)	(16116)	(19597)			
Productores de servicios privados no lucrativos	4891	5071	5256	5438	3.7	3.6	3.5
Servicios sociales, comunales y personales	30247	33302	34445	35509	10.1	3.4	3.1
Derechos de importación	4418	4428	4578	4909	0.2	3.4	7.2
Efecto del cambio múltiple	11804	13149	11645	13174	11.4	-11.4	13.1
PIB TOTAL	414750	443093	456544	475796	6.8	3.0	4.2

Fuente: B.C.V.

en que las empresas sufren una reducción de márgenes por aumentos de costos de materias primas y financieros, los aumentos de demanda se traducirán principal, si no exclusivamente, en aumentos de precios para restituir los márgenes de ganancia previos. Las empresas venezolanas han operado los últimos tres años en un mercado de vendedores; el paso a un mercado de compradores tomará algún tiempo y una fuerte reducción de la demanda.

B. Actividad económica sectorial

1. Sector petrolero

Tanto la producción como las exportaciones de petróleo mostraron en 1988 un crecimiento en volumen menor al originalmente programado. La producción alcanzó 1.9 millones de barriles diarios (b/d) en tanto las exportaciones crecieron a 1.6 millones de b/d. El crecimiento re-

gistrado del PIB petrolero (incluyendo extracción y refinación) alcanzó a 2.7% en términos reales.

Los precios del paquete de exportación venezolano sufrieron durante el año una importante caída, situándose según estimaciones preliminares en US\$13.50/barril, lo que representó una caída de 17% respecto a 1987. Para Venezuela, esta caída representó una pérdida de US\$900 millones en el valor total de las exportaciones de petróleo.

El mercado petrolero mundial se deterioró fuertemente en el segundo y tercer trimestre de 1988 debido fundamentalmente a la sobreproducción de los miembros de la OPEP y a la acción de productores no-OPEP. El acuerdo de reducción de cuotas por países de la OPEP firmado en noviembre tuvo éxito parcial en producir una recuperación de precios, tendencia que ha continuado durante el primer trimestre de 1989. La reunión de la OPEP con países productores no-OPEP realizada en Londres en el mes de enero y la continuación de contactos informales ha generado esperanzas acerca de la posible consecución de acuerdos más amplios para reducir la producción y así mantener la favorable evolución de los precios. Pese a que no existe a la fecha ningún acuerdo concreto en este sentido, las conversaciones mismas pueden tener como efecto un fortalecimiento del mercado. Sin embargo, el alza de precios en los primeros meses de 1989 se ha debido fundamentalmente a factores puramente accidentales que han contribuido a recortes de la oferta mundial de petróleo y no a cambios fundamentales en la configuración de la oferta por parte de los productores.

El consumo interno de derivados siguió creciendo en 1988 y continuó siendo un

factor negativo para la situación financiera del sector petrolero. Los precios internos de derivados, y particularmente gasolina, siguieron fuertemente subsidiados. Como parte del programa de ajuste se decidieron aumentos importantes en los precios de derivados y gasolina que serán implementados gradualmente en un período de doce meses. De todos modos, la actualización dejará los precios internos muy por debajo de los precios en el mercado mundial.

La estrategia de PDVSA (el *holding*) de empresas públicas petroleras) para el futuro sigue centrándose en la internacionalización y el desarrollo de nuevos procesos de conversión de petróleos pesados. En el primer aspecto, PDVSA ha continuado expandiendo su participación en refinerías y cadenas de distribución de combustibles en los Estados Unidos mediante la compra de participación accionaria en empresas establecidas (CHAMPLIN y CITGO hasta la fecha). Pese a ciertos cuestionamientos de la política por parte de las nuevas autoridades nacionales, todo pareciera indicar que ella se mantendrá, al menos en el futuro previsible. En el segundo aspecto, continúa siendo de alta prioridad el desarrollo del proceso de orimulsión. Este proceso reduce la viscosidad de los crudos pesados, permitiendo su traslado por oleoductos y tanqueros normales para crudos de menor viscosidad. Acuerdos preliminares con Japón fueron firmados durante la visita del ex presidente Lusinchí a ese país.

2. Sector agrícola

La producción agrícola no mostró la recuperación esperada en el año 1988 y, con un crecimiento del PIB agrícola de 4.2%, confirmó el agotamiento del tan anunciado "milagro agrícola" de 1985 y 1986. Continuó en vigencia durante el

año el subsidio cambiario a la importación de trigo, que fue eliminado finalmente en octubre. La acumulación de subsidios y controles de precios conforman una situación tan caótica en el sector que el verdadero milagro agrícola es que la producción existente no haya sido desmantelada. El sistema de subsidios selecciona cultivos por criterios no vinculados a ventajas comparativas e introduce estímulos a los productores para el abandono de cultivos no subsidiados. Los controles de precios hacen de los subsidios a productores un componente esencial en la rentabilidad de las actividades agrícolas y desconectan las decisiones en materias de producción de consideraciones de costos de fuentes alternas de abastecimiento. Aunque vacilante, la estrategia de Venezuela parece haberse orientado hacia la autosuficiencia, desconociendo muchas veces las ventajas y desventajas comparativas de Venezuela en la producción agrícola.

La producción de granos durante 1988 mostró una tendencia al estancamiento. Tanto maíz, como arroz y sorgo mostraron crecimientos en sus cosechas desalentadoramente bajos. Esto impuso al gobierno la necesidad de realizar importaciones para cubrir la demanda interna de estos productos. También se continuó importando leche ya que la producción (y la productividad) nacional es insuficiente para abastecer la demanda interna.

Dentro del programa de ajuste, tanto la liberación de precios y tasas de interés como la devaluación tendrán importantes impactos sobre el sector agrícola. Sin embargo, se mantendrán, al menos durante 1989, los subsidios al productor en la producción de maíz y leche por un monto estimado de Bs.15.000 millones. Aunque se mantienen subsidiadas para la agricultura, el alza de las tasas de interés a

19% (del 8% en 1988) tendrá impactos muy fuertes sobre el financiamiento de cultivos, al punto que se estima podrían causar suspensiones de siembra de algunos productos vegetales. Del otro lado, la devaluación se ha traducido en fuertes alzas en los precios de harinas de trigo y maíz y de leche y derivados, que afectarán notablemente la capacidad de gasto de los consumidores en productos no alimenticios.

3. Sector manufacturero

El sector manufacturero experimentó en 1988 un crecimiento del PIB de 3.2%, menor al de 1987 (ver Cuadro 3). Dificultades en el abastecimiento de insumos importados y restricciones en el acceso a financiamiento fueron los factores más frecuentemente mencionados por los industriales en la Encuesta Cualitativa de Coyuntura Industrial del BCV para explicar la desaceleración del crecimiento. Las ramas más favorecidas por la expansión de la demanda fueron Alimentos, Calzado, Papel y Celulosa, Productos Químicos, Productos Minerales no Metálicos, Hierro y Acero y Productos Metálicos. En la misma encuesta no se detectaron problemas serios de insuficiencia de capacidad instalada y, consistentemente, los planes de inversión son moderados y orientados al reemplazo de instalaciones obsoletas.

La adopción del programa de ajuste, sin embargo, cambia fundamentalmente las reglas de juego para la industria manufacturera en 1989. Efectivamente, la desaparición del subsidio cambiario representado por el dólar de importación a Bs14.50/US\$ impactará fuertemente la rentabilidad del sector y, fundamentalmente, afectará los planes de expansión al eliminar el subsidio cambiario a los bienes de capital. En términos de protec-

ción del mercado interno, sin embargo, todo depende de las decisiones que el gobierno tome en cuanto a la reforma de arancel de aduanas. No parece existir acuerdo entre distintas orientaciones dentro del gobierno acerca de cuánto y cuándo se reducirá el arancel. Por ahora, la liberación de precios ha permitido a las empresas manufactureras intentar recuperar utilidades vía aumentos de precios con reducciones de volúmenes de venta. Si el arancel pone un techo al aumento de precios, la caída en volúmenes de producción (y empleo) será menor. El sector empresarial continúa con su prédica tradicional de "necesitamos más tiempo para adecuarnos a la nueva situación", y parece haber tenido éxito en disuadir al gobierno de una reducción significativa a corto plazo de los aranceles de aduana.

4. Sector construcción

La industria de la construcción tuvo en 1988 su mejor año en un largo período, el PIB de construcción creció a 6.2% gracias fundamentalmente a un crecimiento de 37.8% en la construcción pública, con la construcción privada creciendo a un moderado 6.1%. El auge de la construcción pública se debió a la concreción del Plan Trienal de Inversiones y a una aceleración en la construcción de vivienda.

De concretarse durante 1989 una reducción del déficit fiscal y dado el efecto negativo del aumento de tasas de interés sobre la construcción privada, es poco probable que el sector muestre un panorama tan positivo como el de 1988 durante este año. El mercado de vivienda privada ha sido la primera víctima del alza de las tasas de interés. De hecho, el conflicto producido por el alza de tasas de interés sobre créditos hipotecarios otorgados en años pasados ha inducido al gobierno a desarrollar un complejo siste-

ma de subsidios. Dado que nuevos créditos hipotecarios serán otorgados a tasas de interés de mercado —que a la fecha algo más que triplican las tasas de interés sobre créditos hipotecarios vigentes en 1988— es muy factible que se produzcan suspensiones y/o postergaciones de proyectos de construcción, al menos hasta que la situación del mercado inmobiliario se aclare.

III. EL SECTOR EXTERNO

A. Evolución y perspectivas de las cuentas externas

1. Las cuentas externas en 1988

La evolución de las cuentas externas en 1988 es sin duda uno de los factores más notables del año. El déficit en la Balanza Comercial y un servicio de la deuda externa por un monto equivalente a 56.6% del valor de las exportaciones son factores básicos para explicar un déficit global de Balanza de Pagos de US\$4.390 millones. Cuando se toma en cuenta que esto sucedió en una economía con un estricto control cuantitativo de importaciones, sin que la situación del mercado petrolero haya variado dramáticamente en el año y tres años después de haber firmado el "mejor refinanciamiento del mundo"², uno no puede evitar concluir que la irresponsabilidad del gobierno en el manejo de las cuentas externas fue asombrosa.

Estimaciones preliminares acerca de los resultados de la Balanza Comercial (Cuadro 4) muestran que las exportaciones

2 Así definió el ex presidente Lusinchi el acuerdo de refinanciamiento por el cual Venezuela se obligaba a utilizar la mayor parte de sus reservas internacionales en pagos por amortización y servicios de la deuda externa, sin recibir a cambio crédito nuevo. El que eso haya sido llamado "el mejor refinanciamiento del mundo" da alguna idea del grado de realismo y responsabilidad de su gobierno.

Cuadro 4
VENEZUELA: BALANZA DE PAGOS
(Miles de millones de dólares)

	1984	1985	1986	1987	1988
I. CUENTA CORRIENTE	5.4	3.1	-2.0	-0.5	-4.9
A. Balanza comercial	8.7	6.8	0.8	1.9	-0.5
1. Exportaciones FOB	16.0	14.2	8.6	10.6	10.4
a) Petroleras	14.8	12.9	7.2	9.1	8.4
b) No petroleras	1.2	1.3	1.4	1.5	2.0
2. Importaciones FOB	-7.3	-7.4	-7.8	-8.7	-10.9
B. Balanza de servicios	-3.3	-3.7	-2.8	-2.4	-4.4
1. Financieros	-1.4	-2.2	-1.5	-1.3	-3.1
2. No financieros	-1.9	-1.5	-1.3	-1.1	-1.4
II. CUENTA DE CAPITAL	-3.9	-1.2	-1.7	-0.6	-0.1
A. Entradas	1.0	0.9	0.2	1.5	2.4
1. Endeudamiento público	0.5	0.2	0.2	0.2	0.6
2. Endeudamiento privado	0.1	0.1	0.0	0.8	1.9
3. Inversión directa	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
4. Otros	0.4	0.5	0.0	0.5	-0.2
B. Salidas	-4.9	-2.1	-1.9	-2.1	-2.5
1. Autorización deuda pública	-2.4	-1.0	-1.3	-1.2	-1.3
2. Amortización deuda privada	-0.5	-0.1	-0.6	-0.9	-0.7
3. Otros	-2.0	-1.0	0.0	0.0	-0.4
III. AJUSTES	0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.7
IV. VARIACION DE RESERVAS	1.9	1.8	-3.0	-0.9	-3.6
V. VARIACION DE RESERVA DEL F.I.V.	0.6	0.5	0.9	-0.5	-0.9
VI. VARIACION DE RESERVAS DEL B.C.V.	1.3	1.3	-3.9	-0.4	-2.8
VII. SALDOS DE RESERVAS EN EL B.C.V.	12.5	13.8	9.9	9.4	6.6

Fuente: B.C.V.

petroleras cayeron en unos US\$900 millones entre 1987 y 1988, pese a un pequeño aumento en los volúmenes de exportación, debido a la caída de los precios internacionales del crudo. Las exportaciones del sector privado y de las empresas públicas básicas no petroleras estuvieron básicamente estancadas, en tanto que el aumento de las exportaciones de oro minero (que pasan a US\$301 millones en 1988 de US\$47 millones en 1987) explican la mayor parte del aumento en las exportaciones no petroleras.

Las importaciones según cifras oficiales llegaron a US\$10.872 millones. Este monto representa un aumento de 23% respecto al valor FOB de las importaciones de 1987. Lo curioso es que este aumento de las importaciones se produjo en el marco de un estricto sistema de control de importaciones y cuando a mediados de año se programó una reducción del monto de importaciones autorizadas como reacción a la caída de los precios del crudo. El gobierno hasta la fecha no ha producido ninguna explicación acerca de este hecho.

Según estimaciones preliminares los pagos por intereses de la deuda externa alcanzaron a US\$2.729 millones que, sumados a los pagos por servicios no factoriales, arrojaron un déficit en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos por US\$4.940 millones. La Cuenta de Capital de la Balanza de Pagos también arrojó un saldo deficitario de US\$177 millones. El déficit global de Balanza de Pagos fue de US\$4.390 millones, después de tomar en cuenta la partida de Errores y Omisiones (ver Cuadro 4).

Como resultado, las reservas internacionales totales del BCV se situaron a fin de año en US\$6.584 millones, con una caída de US\$2.792 millones respecto a 1987. Sin embargo, cabe anotar que de no ser por una serie de operaciones cosméticas de corto plazo sobre las reservas internacionales del BCV la pérdida hubiera sido mucho mayor. En primer lugar, el FIV transfirió US\$855 millones al BCV, lo que resultó en una disminución de las menos observadas reservas internacionales de este organismo. En segundo lugar, el BCV contrató un préstamo a corto plazo del Banco Internacional de Pagos por US\$1.000 millones en adición a los US\$850 millones en operaciones pasivas mencionadas en los informes oficiales (US\$500 millones del Banco de España y US\$350 millones por utilización del primer tramo de reservas en el FMI).

2. Perspectivas para 1989

Estimaciones preliminares para 1989 prevén un cambio fundamental en la situación de las cuentas externas. De un lado, se plantea una caída significativa de las importaciones, que se situarían a niveles similares a los de 1987. Del otro, hay previsiones de acceso a nuevo crédito externo y de reprogramación del servicio de la deuda que, de concretarse, tendrán

efectos muy positivos sobre el saldo en Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos, que incluso permitiría un aumento de las reservas internacionales del BCV por US\$400 millones.

Las previsiones acerca del mercado petrolero mundial indican que continuará durante este año una tendencia a la estabilización sin cambios dramáticos en los precios del crudo. Los aumentos registrados durante el primer trimestre son vistos como accidentales y temporarios, esperándose una evolución moderada de los precios del crudo. Los ingresos por exportación de petróleo se situarían en niveles similares a los de 1988. Respecto a las exportaciones no petroleras voceros oficiales han manifestado optimismo en cuanto a su crecimiento durante el año. Sin embargo, no sería sorprendente que ellas se mantuvieran a los niveles de 1988 si tomamos en cuenta que la velocidad de respuesta de las exportaciones a estímulos de precios no es alta a corto plazo. Por el lado de las importaciones, los cambios en la paridad cambiaria en 1989 inducirán sin duda cierta reducción, por lo que las estimaciones oficiales parecen moderadamente pesimistas.

El acceso a crédito nuevo es sin duda la variable clave que condicionará la evolución de las cuentas externas de Venezuela en 1989. A la fecha de escribir esto existe gran optimismo en el gobierno acerca de la posibilidad de obtener reducciones de deuda y acceso a nuevos créditos. De hecho, el FMI ha hecho el primer desembolso de US\$600 millones en un programa de crédito en el marco de la firma de la Carta de Intención con el gobierno de Venezuela. Tanto el Banco de España como el sistema de Reserva Federal de los Estados Unidos han realizado préstamos contingentes a corto plazo durante el primer trimestre, esencial-

mente por motivos políticos vinculados a los disturbios de fines de febrero en Venezuela. El ambiente internacional parece favorable a las aspiraciones de Venezuela de acceso al dinero fresco del sistema financiero internacional. Cuánto de esto y bajo qué modalidad se va a concretar es todavía una incógnita. La resurrección del Plan Brady *neé* Baker y la actitud del nuevo gobierno americano respecto al problema de la deuda parecen esperanzadores al respecto.

B. Evolución de los tipos de cambio

La devaluación del tipo de cambio promedio ponderado para importaciones ascendió en 1988 a 41% que, comparado con una devaluación de 28.1% para 1987, representa una aceleración notable del ritmo de devaluación (Cuadro 5). Ese nivel de devaluación ha tenido sin duda algún impacto sobre la inflación, contribuyendo a alimentar la presión alcista sobre los precios internos derivada de la presencia de fuertes excesos de demanda.

La adopción de un sistema de flotación del bolívar en el marco del programa de ajuste significará sin duda una aceleración todavía mayor de la devaluación durante este año. En efecto, con previsiones de inflación sobre un piso de 60%, en un sistema de flotación libre la tasa de cambio sufrirá una variación similar durante 1989. Esto implica que para fines de

año la tasa de cambio estaría en alrededor de Bs.60/US\$. La autoridad monetaria ha manifestado su intención de intervenir en el mercado cambiario exclusivamente para corregir variaciones erráticas de la paridad, aunque de todos modos a este nivel de reservas internacionales es poco o nada lo que puede hacer para mantener el valor del bolívar frente a pérdidas en la paridad real.

IV. LAS FINANZAS PUBLICAS

A. Evolución de las cuentas públicas en 1988

El resultado de las cuentas fiscales es todavía más alarmante que el de las cuentas externas por varios motivos. En primer lugar, hay fuertes discrepancias entre distintas fuentes oficiales y privadas acerca del tamaño del déficit del sector público consolidado durante el año. Las cifras mencionadas por fuentes oficiales oscilan entre Bs.61.200 millones (6.9% del PIB) y Bs.43.895 millones (4.9% del PIB). Parte de estas diferencias se originan en disímiles criterios de consolidación, pero la opinión generalizada es que hay una extensiva manipulación de cifras para ocultar la real dimensión del déficit. En segundo lugar, el déficit fue financiado por reducción de las reservas del Tesoro Nacional por Bs.15.000 millones, que cayeron en términos reales a alrededor de 30% de su monto a fines de 1987. Esto

Cuadro 5
VENEZUELA: TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL

	1984	1985	1986	1987	1988
Tasa de cambio libre (Bs/US\$)	13.3	13.9	19.9	25.1	39.1
Tasa de cambio promedio (Bs/US\$)	6.6	7.5	8.9	12.6	15.6
Tasa de cambio real (Base. 1984 = 100)	100.0	94.3	120.6	119.2	154.6

Fuente: B.C.V.

implica que la gestión deficitaria prevista para 1989 deberá ser financiada por absorción de nuevos recursos financieros por el sector público. La presión sobre las escasas fuentes de financiamiento disponible sin duda aumentará las dificultades de acceso al crédito para el sector privado. En tercer lugar, durante el año se aprobaron nuevos programas de endeudamiento público por más de Bs.90.000 millones (de los cuales Bs.15.000 millo-

nes fueron contratados durante 1988) destinados a cubrir necesidades de financiamiento derivadas de la expansión de empresas públicas básicas, lo que contribuirá a aumentar la presión sobre los mercados financieros. Poco es sin embargo lo que puede profundizarse en el análisis de la situación de las cuentas fiscales en 1988 dada la falta de información publicada al respecto. En el Cuadro 6 transcribimos la determinación del défi-

Cuadro 6
VENEZUELA: BALANCE DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO RESTRINGIDO^a
1987-1988
(Millones de bolívares y porcentajes del PIB)

	1987	1988
I. SUPERAVIT O DEFICIT BASICO (Millones de bolívares)		
A. Total ingresos	203.0	209.7
1. Corrientes	196.0	203.2
a) Tributarios	41.7	48.8
b) No tributarios	14.5	15.1
c) Utilidades cambiarias	24.8	2.2
d) Otros	115.1	137.0
2. Capital	7.1	6.5
B. Gastos y concesión neta de préstamos	202.6	233.4
1. Gastos corrientes	115.1	131.7
a) Intereses deuda pública	27.2	30.0
b) Transferencias corrientes	49.9	52.6
c) Otros	38.0	49.1
2. Gastos de capital	82.9	95.2
3. Concesión neta de préstamos	4.6	6.5
II. BALANCES EN MILLONES DE BOLIVARES		
A. Superávit o déficit corriente básico	80.8	71.6
B. Superávit o déficit global básico	0.4	-23.7
1. Menos: utilidades cambiarias ^b	24.7	2.2
2. Menos: subsidio cambiario	6.6	18.0
C. Superávit o déficit global ajustado	-30.9	-43.9
III. BALANCES EN PORCENTAJES DEL PIB		
A. Superávit o déficit global básico	0.1	-2.6
B. Superávit o déficit global ajustado	-4.3	-4.9

^a El sector público restringido incluye el gobierno central, PDVSA, FOGADE, FICAM y empresas no financieras del sector público.

^b El ajuste excluye Bs. 44 millones que corresponden a utilidades de FOCO.

Fuente: B.C.V.

cit del sector público consolidado tal como fuera presentada en el discurso de fin de año del presidente del BCV.

B. Perspectivas para 1989

La devaluación prevista para 1989 implicará un fuerte aumento de los ingresos fiscales que contribuirá a compensar la gestión deficitaria del sector público. Por otra parte, el mismo efecto tendrán los programas de actualización de precios y tarifas del sector público. Del lado de los gastos, se prevén aumentos significativos en el gasto en programas sociales y subsidios destinados a compensar parcialmente los efectos del ajuste sobre los sectores menos favorecidos de la población. Como consecuencia, se espera la obtención de un superávit básico de operación para el sector público en el orden de Bs.12.000 millones (1% del PIB).

Sin embargo, como consecuencia del reconocimiento parcial de las cartas de crédito por importaciones a la tasa de cambio de Bs.14.50/US\$, el gobierno sufrirá una pérdida cambiaria de Bs.48.000 millones lo que conducirá a un déficit global ajustado por pérdidas cambiarias de Bs.36.000 millones, equivalente a un 3% del PIB. Para tener alguna noción de la magnitud relativa de estas cifras conviene mencionar que la totalidad de los nuevos programas sociales (subsidio directo a la población de menores ingresos) absorberán una suma estimada en Bs.9.000 millones.

Como mencionábamos en la Introducción, el tratamiento de la situación financiera del sector público es crucial en el logro del éxito del programa de ajuste. La meta de reducción del déficit a 3% del PIB parece insuficiente en este sentido, particularmente cuando el gasto no se destinará a actividades que benefician a

los sectores más desprotegidos frente a los efectos del programa de ajuste, sino a la absorción de pérdidas cambiarias sufridas por las empresas. Habitualmente, el argumento en contra de la reducción del déficit del sector público se vincula a sus efectos sobre el bienestar de la población por reducción del gasto fiscal en actividades de servicios. En este caso, esa reducción se realizará de todas formas, haciendo difícil la aceptación de un déficit público tan elevado

La otra incógnita acerca de la situación fiscal se refiere justamente a los efectos sociales de la reducción del déficit operativo (excluyendo pérdidas cambiarias) del sector público. Los disturbios de fines de febrero tuvieron un fuerte impacto sobre la percepción del gobierno, y del público en general, de cuales son los límites respecto al déficit fiscal y al programa de ajuste en general. Las organizaciones sindicales habían fracasado durante más de un mes en lograr un acuerdo con los empresarios respecto al aumento de salarios para el sector privado, y este acuerdo fue logrado en menos de dos días durante los disturbios. Si las organizaciones sindicales no desean perder su rol como canalizadoras del descontento popular acerca de los efectos del programa de ajuste, tendrán en el futuro próximo que ejercer presión sobre el gobierno para aumentos del gasto y, en general, para una actitud más favorable a los intereses de los sectores de menores ingresos de la población. Esto, a su vez, repercutirá fuertemente sobre el déficit fiscal.

V. SITUACION MONETARIA

A. Evolución durante 1988

El crecimiento de la liquidez monetaria (M2) registró una fuerte desaceleración en 1988 respecto al año anterior al crecer en

Cuadro 7
VENEZUELA: INDICADORES MONETARIOS
(Millones de bolívars corrientes y variaciones porcentuales)

	Millones de bolívars corrientes				Tasas de crecimiento		
	1985	1986	1987	1988	86/85	87/86	88/87
I. LIQUIDEZ MONETARIA (M2)	192838	224931	279649	319114	16.6	24.3	14.1
Circulante (M1)	77453	95150	129139	154216	22.8	35.7	19.4
Cuasidineros	115385	129781	150510	164898	12.5	16.0	9.6
II. BASE MONETARIA	46375	51047	62871	76146	10.1	23.2	21.1
Fuentes	46375	51047	62871	76146	10.1	23.2	21.1
Activos externos	77268	71578	93049	95601	-7.4	30.0	2.7
Activos internos ^a	21431	23129	31363	52616	7.9	35.6	67.8
Financiamiento al gobierno en letras del tesoro	5044	5044	7959	7959	0.0	57.8	0.0
Pasivos no monetarios ^b	45000	24726	44891	17949	-45.1	81.6	-60.0
Capital pagado y reservas	12368	23978	24609	62081	93.9	2.6	152.3
Usos	46375	51047	62871	76146	10.1	23.2	21.1
Reservas bancarias totales	27146	28330	31720	32018	4.4	12.0	0.9
Depósitos especiales del público	3183	4118	6446	10219	29.4	56.5	58.5
Efectivo en poder del público	16046	18599	24705	33909	15.9	32.8	37.3
III. MULTIPLICADOR	4.16	4.41	4.45	4.19	6.0	0.9	-5.8
Coefficiente de preferencia del público por efectivo "c"	0.100	0.101	0.111	0.138	1.3	10.3	24.1
Coefficiente de reservas bancarias "r"	0.156	0.140	0.128	0.116	-10.4	-8.9	-8.8

^a Incluye crédito a FOGADE.

^b Incluye depósitos de FOCOCAM Y FOGADE en el B.C.V. y otras cuentas netas

Fuente: B.C.V.

sólo 14.1% (Cuadro 7). Esta evolución se debió a la dominante acción contractiva sobre la liquidez de los pagos por importaciones. En efecto, éstos crecieron a Bs.90.613 millones en 1988, más del doble de su valor en 1987. El mantenimiento de tasas de interés reales fuertemente negativas influyó fuertemente en el desarrollo de racionamientos en el mercado financiero que se reflejaron en el florecimiento de un mercado de crédito paralelo con

tasas de interés muy por encima de las oficiales (ver Cuadro 9).

El déficit fiscal y los efectos monetarios de la gestión de PDVSA fueron los factores expansivos que más fuertemente influyeron en la evolución de las variables monetarias. Pese a estos factores, la expansión de la liquidez durante los diez primeros meses de 1988 alcanzó solamente a 8.6%. En los dos últimos meses del año la

Cuadro 8
VENEZUELA: VARIACION DE LA OFERTA MONETARIA (M2)

	1985	1986	1987	1988
I. Variación de la base monetaria (MMM Bs.)	8.5	4.7	11.8	13.3
II. Multiplicador (coeficiente)	4.158	4.406	4.448	4.191
A. Coeficiente de reservas	0.156	0.140	0.128	0.116
B. Preferencia por efectivo	0.100	0.101	0.111	0.138
III. Variación de la liquidez monetaria (MMM Bs.)	15.3	32.1	54.7	39.5
A. Efecto base monetaria	39.8	19.4	52.1	59.0
B. Efecto multiplicador	-24.5	12.7	2.6	-19.6
IV. Liquidez monetaria (MMM Bs.)	192.8	224.9	279.6	319.1
V. Liquidez de precios de 1984 (MMM Bs. de 1984)	173.1	181.0	175.7	167.4
VI. Crecimiento de la liquidez real (%)	-2.5	4.5	-2.9	-4.7
VII. Crecimiento de PIB real (%)	3.2	7.1	4.2	4.3
VIII. Componente del crecimiento de la liquidez no explicado por el crecimiento del PIB (%) ^a	-5.7	-2.6	-7.1	-9.0
IX. Elasticidad aparente de los saldos reales respecto de la inflación (%) ^b	62.1	-20.2	-17.7	-25.3
X. Tasa de inflación puntual (%)	9.2	12.7	40.3	35.5
XI. Índice de precios (1984 = 100)	111.4	124.3	159.2	190.6

^a Suponiendo una elasticidad unitaria para la demanda de saldos reales, el componente no explicado es la diferencia entre la tasa de variación de los saldos reales y la tasa de crecimiento del PIB.

^b Se calcula dividiendo el componente no explicado (VIII) por la tasa de inflación (X)

Fuente: Cuadros anteriores y cálculos del autor.

acción del BCV a través del redescuento permitió un mayor crecimiento de la liquidez.

Estos factores explican la variación de la base monetaria durante 1988 (Cuadro 8). Entre las fuentes, el componente que muestra mayor dinamismo son los activos internos del BCV, básicamente operaciones de redescuento del sistema bancario. La demanda de base monetaria, sin embargo, crece fundamentalmente por la demanda del público por efectivo, al tiempo que el crecimiento de reservas

bancarias es prácticamente nulo. Como consecuencia, es sobre el público que recae el impuesto inflacionario en la medida que la banca reduce al mínimo su tenencia de liquidez. El crecimiento de la base monetaria se sitúa muy por debajo de la inflación, originando una contracción de su valor real.

Continuando la tendencia detectada en años anteriores, las preferencias del público se orientaron hacia activos de alta liquidez y en contra de instrumentos financieros a largo plazo. El circulante (M1)

Cuadro 9
VENEZUELA:
TASAS DE INTERES PROMEDIO DE LA BANCA COMERCIAL

	1984	1985	1986	1987	1988
ACTIVAS:					
Préstamos y descuentos					
Tasa nominal	15.3	12.7	12.7	12.6	12.7
Tasa real	-2.5	3.5	0.0	-27.7	-22.8
PASIVAS:					
Depósitos a plazo fijo (90 días)					
Tasa nominal	13.0	8.9	8.9	8.9	9.0
Tasa real	-4.8	-0.3	-3.8	-31.4	-26.5

Nota: Se utilizó el índice de precios al consumidor de 12 meses para calcular las tasas reales.

Fuente: B.C.V.

creció en 19.4%, en tanto que los cuasidineros lo hicieron en 9.6%. Es de notar la caída en el valor de los saldos monetarios reales, particularmente del circulante, que reflejan la reticencia del público a la tenencia de activos monetarios cuyo valor cae con la inflación. Como consecuencia, aumentó la velocidad de circulación y disminuyó la liquidez real.

Las captaciones y colocaciones del sistema financiero siguieron durante este año creciendo a diferentes ritmos, lo que se reflejó en una caída del coeficiente de reservas bancarias por tercer año consecutivo (Cuadro 10). Sin el apoyo del BCV en el mercado bancario, es probable que esta situación no hubiera continuado durante 1988. Las tasas de interés reales negativas afectaron la distribución de captaciones entre los distintos componentes del sistema financiero. La Banca Hipotecaria y las Sociedades de Ahorro y Préstamo, instituciones dedicadas fundamentalmente a la captación de fondos a media-

no y largo plazo, sufrieron un fuerte deterioro en el valor real de sus captaciones. La Banca Comercial y las Sociedades Financieras mostraron también un deterioro en el valor real de sus captaciones, aunque menos pronunciado. En términos de colocaciones, estos dos últimos grupos de entidades financieras mostraron un mayor dinamismo, con las Sociedades Financieras liderando el crecimiento.

Indudablemente, el año estuvo marcado por una fuerte represión financiera que terminó generando racionamientos importantes en el mercado de crédito. La alarma del BCV frente a las tendencias contractivas de la liquidez lo indujo a flexibilizar generosamente los mecanismos de asistencia financiera al sistema bancario, entre los que se incluyeron una ampliación de plazos en redescuentos y anticipos, el reconocimiento a valor facial de títulos públicos en las operaciones de redescuento y una reducción de la tasa de interés en mesas de dinero (a la que los

Cuadro 10
VENEZUELA:
CAPTACIONES Y COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO 1985-1988
 (Miles de millones de bolívares y porcentajes)

	Miles de millones de bolívares			Variación nominal		Variación real ^d	
	1986	1987	1988	87/86	88/87	87/86	88/87
CAPTACIONES							
Banca comercial ^a	165.8	213.5	265.8	28.8	24.5	0.5	4.0
Banca hipotecaria	43.0	47.3	50.9	10.0	7.6	-14.1	-10.1
Sociedades financieras ^b	30.5	37.0	50.3	21.3	35.9	-5.3	13.5
Empresas de ahorro y préstamo	25.0	27.0	26.6	-1.5	-1.5	-15.7	-17.7
Total captaciones	264.3	324.8	393.6	21.2	21.2	-4.0	1.2
COLOCACIONES							
Banca comercial ^a	133.9	190.6	257.2	42.3	34.9	11.1	12.7
Banca hipotecaria	41.3	45.7	50.6	10.7	10.7	-13.6	-7.5
Sociedades financieras ^{b,c}	32.7	43.0	59.7	31.5	38.8	2.7	16.0
Empresas de ahorro y préstamo	24.6	26.7	28.5	8.5	6.7	-15.3	-10.8
Total colocaciones	232.5	306.9	396.0	31.6	29.4	2.8	8.1

^a Excluye a los bancos intervenidos durante el período de su intervención.

^b Incluye a las sociedades financieras intervenidas.

^c Incluye a las inversiones.

^d Cifras deflactadas por la tasa de inflación promedio

Fuente: B.C.V.

Bancos comerciales recurren para financiar déficits de caja). Esta política fue indudablemente necesaria frente al mantenimiento de tasas de interés reales negativas, que desestimula la tenencia de activos financieros bancarios y tiene efectos fuertemente negativos sobre las captaciones del sistema financiero.

B. Perspectivas para 1989

Una de las primeras medidas del programa de ajuste fue la liberación de controles administrativos sobre las tasas de interés. El BCV pasó a fijar una tasa de redescuento (a la fecha de 28%) que serviría de piso para determinar las tasas de interés activas del sistema financiero. Sin embargo, la reacción del sistema financiero fue producir un acuerdo colusivo sobre el

nivel de las tasas de interés activas y pasivas. Como consecuencia, la tasa de interés activa del sistema financiero se colocó en el primer trimestre en el entorno de 35%, en tanto las tasas pasivas pasaron a 19%. Dados los coeficientes de reserva para los distintos componentes de las captaciones del sistema bancario, el margen efectivo entre tasas activas y pasivas se colocó en 13.2 puntos.

Es difícil explicar un margen de 13.2 puntos entre tasas activas y pasivas en términos de costos de operación del sistema financiero. Sin embargo, mirando la estructura de rendimientos para los distintos agentes en el sistema financiero surge claramente que los ahorristas enfrentan una tasa de interés real de 40%, en tanto el sistema bancario continúa financián-

dose en el BCV que cobra 28% en sus operaciones de redescuento. Dada la generosidad de las normas para operaciones de redescuento del BCV, es claro que las entidades financieras no tienen interés ni necesidad de competir por los depósitos del público. Sólo los bancos pequeños, con muy poca participación en el mercado, han empezado a proponer operaciones de depósitos a plazo con rendimientos nominales de 25-30%.

Los deudores hipotecarios han sido fuertemente afectados por el aumento de las tasas de interés, que en muchos casos hasta triplican las cuotas mensuales. Esto

ha originado una serie de protestas y cuestionamientos al sistema de fijación de tasas. El gobierno ha reaccionado prometiendo el otorgamiento de subsidios a los deudores hipotecarios de menores ingresos, canalizados a través de la banca del ramo, que permitirían reducir el impacto del alza de los intereses.

Es indudable que el aumento de tasas de interés y, en general, la liberación del sistema financiero de un sinnúmero de controles administrativos es deseable para lograr un funcionamiento más adecuado del sistema. Sin embargo, si el alza de las tasas de interés estaba orientada a generar

Cuadro 11
VENEZUELA: INDICADORES DEL MERCADO LABORAL
1985-1988*

	1985	1986	1987	1988
I. Variaciones absolutas en miles de personas				
A. Fuerza de trabajo	202.6	188.3	214.5	250.5
B. Ocupación	248.5	276.6	307.6	326.8
1. Sector moderno	221.5	99.5	344.3	260.7
a) Privado	250.3	87.4	314.5	209.1
b) Público	-28.8	12.2	29.8	51.6
2. Sector informal	27.0	177.1	-36.7	66.1
C. Desocupación	-45.9	-88.3	-93.2	-76.3
II. Estructura de la fuerza de trabajo (Porcentajes del total)				
A. Sector moderno	52.4	52.4	56.1	57.9
a) Privado	34.7	35.1	38.8	40.5
b) Público	17.7	17.4	17.3	17.4
B. Sector informal	35.4	37.3	35.4	35.1
C. Tasa de desocupación	12.1	10.3	8.5	7.0
III. Tasas de desocupación según edad (Porcentajes de la fuerza de trabajo)				
A. Total	12.1	10.3	8.5	*
B. 15-24	21.4	18.9	16.1	*
C. 25-44	10.1	8.4	6.7	*
D. 46-64	6.0	5.1	4.2	*
E. 65 y más	4.4	3.1	2.8	*

a Todas las cifras se refieren al segundo semestre.

Fuente: Encuesta de hogares por muestreo, OCEI.

Cadro 12
VENEZUELA:
EVOLUCION DE LOS INGRESOS AL TRABAJO
1985-1988
(Bolívares mensuales promedio y tasas de variación)

	1985	1986	1987	1988
EMPLEADOS Y OBREROS				
Nominal	2234.0	2474.0	2991.0	3520.4
Variación (%)		10.7	20.9	17.7
A precios de 1985	2234.0	2217.2	2092.9	2057.6
Variación (%)		-0.7	-5.6	-1.7
TRABAJADORES POR CUENTA PROPIA				
Nominal	1998.0	2068.0	2506.0	n.d.
Variación (%)		3.5	21.2	n.d.
A precios de 1985	1998.0	1853.4	1753.6	n.d.
Variación (%)		-7.2	-5.4	n.d.

Fuente: Encuesta de hogares por muestreo, OCEI.

estímulos al ahorro en activos denominados en bolívares, es claro que la reforma producida hasta la fecha dista de ser satisfactoria. La política de desentramamiento del sistema financiero no puede ser dejar todo como está (particularmente la generosidad del apoyo financiero del BCV al sistema bancario) y permitir que las entidades financieras fijen colusivamente las tasas de interés. Es necesario modificar los parámetros de funcionamiento del sistema financiero, orientándolo hacia una mayor y mejor captación del ahorro interno hacia instrumentos financieros denominados en bolívares. De otro modo, es probable que tasas de interés reales aún más negativas que las de 1988 estimulen a los ahorristas nacionales a la adquisición de activos en dólares, empujando la cotización del mercado libre hacia arriba y generando la profecía autocumplida de que activos en dólares siempre tienen rendimientos mayores que los denominados en bolívares.

VI. EMPLEO Y SALARIOS

La situación del empleo continuó mejorando durante 1988. La tasa de desempleo para el segundo semestre del año cayó a 7%, desde 8,5% en igual período de 1987 (Cuadro 11). Continuó notándose durante el año la escasez de mano de obra calificada, particularmente en las categorías directivas y profesionales. De los 326 mil nuevos empleos creados en el año, 209 mil correspondieron al sector moderno privado, 52 mil al sector público y 65 mil al sector informal urbano. Como consecuencia, la participación del sector informal urbano en el empleo total pasó a 37.7%, rompiéndose la tendencia a la contracción del volumen de ocupación en este segmento que se hizo notar en 1987.

En términos sectoriales, la más fuerte expansión del empleo se registró en minería y servicios financieros, donde la

ocupación creció en 16.4% y 15.1% respectivamente en relación al segundo semestre de 1987. El empleo en manufactura creció 10.2%, en tanto que en construcción y comercio se expandió a un 6.7% anual. Los salarios promedio de empleados y obreros continuaron cayendo durante 1988, aunque a una tasa menor que la registrada en 1987, evidenciando la presión de la demanda en el mercado de trabajo (Cuadro 12).

En términos de perspectivas para 1989, es probable que el mercado de trabajo muestre resultados menos alentadores. La aceleración de la inflación tenderá a reducir los salarios reales, en tanto que la contracción de la demanda se reflejará en una menor demanda de trabajo. No es probable que este año el gobierno decrete aumentos de salarios adicionales a los ya

decretados en el primer trimestre. Las principales organizaciones sindicales aparentemente han decidido centrar sus demandas en cambios en la concepción general de la política económica, y no en el logro de aumentos salariales por decreto. Dada la contracción generalizada de la demanda prevista para 1989, es poco probable que la contratación colectiva tenga efectos significativos sobre el nivel general de los salarios. Por otra parte, es previsible una expansión significativa del sector informal que tenderá a mover los ingresos promedios hacia abajo.

VII. PRECIOS

A. Evolución durante 1988

La evolución de los precios en 1988 mostró un patrón de estabilización a altos

CUADRO 13
VENEZUELA: RESUMEN DE INDICADORES DE PRECIOS
(Variación porcentual promedio)

	1985	1986	1987	1988
PRECIOS AL CONSUMIDOR				
Índice general	11.4	11.5	28.1	19.7
Alimentos, bebidas y tabaco	22.4	19.2	41.5	29.5
Vestido y calzado	4.9	10.3	26.7	21.4
Gastos del hogar	4.2	4.5	19.8	10.8
Gastos diversos	8.7	9.5	20.1	12.5
PRECIOS AL POR MAYOR				
Índice general	15.2	16.9	45.7	n.d.
Productos nacionales	15.4	16.5	37.8	20.2
Productos importados	14.8	18.4	66.2	16.8
PRECIOS AL PRODUCTOR				
Productos agrícolas	14.2	15.9	27.8	n.d.
Productos manufacturados	15.9	11.4	39.5	21.6
PRECIOS DE LA CONSTRUCCION				
Precios al productor	11.3	9.3	30.3	20.9
Precios al mayorista	16.9	7.3	28.5	9.4

Fuente: B.C.V.

niveles de inflación. El Índice de Precios al Consumidor (IPC) creció un 35.5% de diciembre a diciembre, con una variación promedio de 29.5% (ver Cuadros 13 y 14). Por renglones, sólo el rubro de vestido y calzado mostró un crecimiento de precios superior al de 1987 (35.2% en 1988 vs. 33.1% en 1987), en tanto los precios de alimentos, bebidas y tabaco, gastos del hogar y gastos diversos crecieron menos que en 1987. Para fines del año empezó a ser evidente la existencia de una fuerte represión de precios por parte del gobierno, que las empresas aceptaron como parte de los costos asociados a un año electoral.

Pese a esto, la evolución del Índice de Precios al por Mayor para productos nacionales y para productos importados mostró un claro patrón de aceleración en la segunda mitad del año, aun cuando las tasas de crecimiento promedio de ambos se situaron por debajo de las registradas en 1987. Por otra parte, el crecimiento de los precios al por mayor de productos nacionales fue mayor que el de productos importados (ver Cuadro 14). En términos sectoriales, agricultura, construcción y las actividades de servicios mostraron un crecimiento de precios menor al promedio (ver Cuadro 15).

La tasa de crecimiento promedio de los precios al consumidor fue significativamente menor que la tasa de crecimiento puntual (diciembre-diciembre) como se puede apreciar en el Cuadro 14. Esto se debió a dos factores. El primero es que durante los meses de febrero y marzo los índices de precios actualmente decrecieron, haciendo bajar el promedio de las tasas para el año. El segundo es el claro patrón de aceleración de la inflación a partir de junio, período en que la tasa promedio mensual alcanzó 4.2%, equivalente a una tasa anual de 64%

B. Perspectivas para 1989

Las previsiones de inflación para 1989 la sitúan muy por arriba de la registrada en el pasado en Venezuela. La devaluación, la actualización de tarifas públicas y el aumento de tasas de interés tendrán un significativo impacto sobre los costos. Por otra parte, la estrategia de liberación de precios permitirá a las empresas en sectores oligopólicos intentar recuperar utilidades vía aumento de precios. En la medida en que esto se refleje en disminución del volumen de ventas, las empresas se verán impulsadas a continuar subiendo precios para obtener utilidades equivalentes sobre volúmenes de ventas cada

CUADRO 14
VENEZUELA: TASAS DE INFLACION SEGUN PRECIOS AL CONSUMIDOR
(Variaciones porcentuales diciembre/diciembre)

	1985	1986	1987	1988
INDICE GENERAL	9.2	12.7	40.3	35.5
Alimentos, bebidas y tabaco	19.1	17.9	60.5	52.1
Vestido y calzado	5.7	15.4	33.1	35.2
Gastos del hogar	2.4	7.0	26.0	22.0
Gastos diversos	5.1	10.5	28.5	19.6

Fuente: B.C.V.

vez menores. De no modificarse el sistema arancelario, que podría poner un límite a la evolución ascendente de los precios, esta conducta de las empresas acelerará la inflación y profundizará la recesión.

La inflación en el primer trimestre de 1989 se ha acelerado significativamente, aunque es poco probable que continúe a este ritmo durante el resto del año. Los aumentos registrados hasta la fecha son el producto conjunto de cambios en los costos debidos a las medidas adoptadas en 1989 y de la recuperación de retrasos en los precios de ciertos sectores (particularmente alimentos y bienes de con-

sumo) producidos durante 1988 por la reticencia del gobierno a reconocer aumentos de costos. El segundo factor tenderá a dejar de operar con el tiempo, reduciendo así el ritmo inflacionario. Sin embargo, parece poco probable que la inflación en 1989 sea menor de 80%.

VIII. ALGUNAS CONCLUSIONES

1989 parece un año crucial para la evolución futura de la economía venezolana. El programa de ajuste adoptado, la firma de convenios con el FMI y posiblemente con el Banco Mundial y, en general, la reorientación de la política económica hacia actitudes menos intervencionistas

Cuadro 15
VENEZUELA: PRECIOS RELATIVOS SEGUN DEFLACTORES IMPLICITOS DEL PIB POR CLASE DE ACTIVIDAD ECONOMICA
(Respecto del deflactor del PIB no petrolero)

	Indices, base 1984 = 100				Variaciones porcentuales		
	1985	1986	1987	1988	86/85	87/86	88/87
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	101.9	101.6	98.2	95.5	-0.3	-3.3	-2.8
Minería	88.4	102.1	125.6	119.3	15.5	23.0	-5.1
Manufacturera	100.5	104.4	106.2	107.4	4.0	1.7	1.2
Electricidad y agua	96.2	85.4	99.0	92.3	-11.2	15.9	-6.8
Construcción	98.3	95.9	98.7	96.8	-2.5	3.0	-1.9
Comercio, restaurantes y hoteles	110.9	112.2	120.8	127.3	1.2	7.7	5.4
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	96.8	98.4	93.9	86.5	1.6	-4.6	-7.8
Productores de servicios de la administración pública	99.2	98.5	94.6	88.2	-0.7	-3.9	-6.8
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles	94.6	90.2	78.6	76.9	-4.7	-12.8	-2.1
Productores de servicios privados no lucrativos	96.5	97.4	85.7	87.1	1.0	-12.0	1.6
Servicios sociales, comunales y personales	92.6	89.3	88.1	89.8	-3.6	-1.3	1.9
Memo: deflactor del PIB no petrolero	113.4	126.7	165.2	201.3	11.8	30.4	21.8

Fuente: Cálculos propios con base en cifras del B.C.V.

Cuadro 16
VENEZUELA: DEFLACTORES IMPLICITOS DEL PIB
POR CLASE DE ACTIVIDAD ECONOMICA

	Indices, base 1984 = 100				Variaciones porcentuales		
	1985	1986	1987	1988	86/85	87/86	88/87
PETROLEO, GAS Y REFINACION	100.3	68.6	112.6	124.0	-31.6	64.2	10.1
TOTAL PIB NO PETROLERO	113.4	126.7	165.2	201.3	11.8	30.4	21.8
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	115.6	128.7	162.3	192.3	11.4	26.1	18.5
Minería	100.3	129.5	207.6	240.1	29.1	60.3	15.7
Manufacturera	113.9	132.4	175.5	216.3	16.2	32.6	23.3
Electricidad y agua	109.1	108.3	163.6	185.8	-0.8	51.1	13.6
Construcción	111.5	121.5	163.1	194.9	9.0	34.2	19.5
Comercio, restaurantes y hoteles	125.8	142.2	199.7	256.3	13.1	40.4	28.4
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	109.8	124.7	155.2	174.2	13.6	24.4	12.3
Productores de servicios de la administración pública	112.5	124.8	156.4	177.5	11.0	25.3	13.5
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles	107.3	114.3	129.9	154.9	6.5	13.7	19.2
Productores de servicios privados no lucrativos	109.5	123.5	141.7	175.4	12.8	14.7	23.8
Servicios sociales, comunales y personales	105.0	113.2	145.6	180.8	7.8	28.6	24.1

Fuente: Cálculos propios con base en cifras del B.C.V.

pueden cambiar el ritmo y la composición del crecimiento. Es claro que la continuada postergación de ajustes macroeconómicos por el anterior gobierno condujo a Venezuela a una de las peores y más vulnerables situaciones que el país haya nunca experimentado. La conciencia generalizada acerca de este hecho facilitó enormemente la tarea del nuevo gobierno de imponer cambios fundamentales en la política económica.

Estos cambios tienen un enorme costo social y político a corto plazo, cuando los potenciales beneficios de la dinamización de la economía aún no se han hecho presentes. La estrategia del gobierno pa-

rece orientarse a asumir los costos inevitables, pero tratar de minimizarlos logrando una cierta holgura externa que permita financiar los déficits de operación del sector público. El acceso a nuevo crédito externo es crucial para el gobierno desde el punto de vista político. Dinero fresco y/o reducción de la deuda externa permitirían, según el gobierno, reducir los costos de ajuste al permitir una expansión de la acción compensatoria del Estado sobre la sociedad.

El riesgo básico de esta estrategia de lograr holgura externa es el de intentar un ajuste expansivo, donde la demanda pública presione sobre una oferta limitada y

genere una aceleración mayor de la inflación. En una economía inflacionaria el sistema de precios relativos se vuelve muy inestable, y su valor como señal para la asignación de recursos se ve disminuido. El objetivo central del programa de ajuste es lograr cambios en el sistema de asignación de recursos que generen una mayor competitividad interna y externa de la economía. El crecimiento será un producto de este proceso. La lección que enseñan los últimos tres años en Venezuela es que huir *hacia adelante*—tratar de crecer postergando los ajustes necesarios—tiene costos altísimos, que terminan por agotar la posibilidad misma de crecer.

El potencial de conflicto social y político implícito en el programa de ajuste se hizo evidente con los disturbios de finales de

febrero. La falta de atención a programas sociales y de subsidio directo no es socialmente tolerable en esta situación. El gobierno debe mejorar la eficiencia en la prestación de servicios, particularmente de educación y salud, con el objeto de compensar vía gasto social la caída del ingreso de los sectores de menores ingresos de la población. Por otra parte, esos gastos son una inversión posiblemente mucho más productiva que la hecha en expansión de empresas públicas. Si la economía venezolana va a experimentar un mejoramiento en su grado de competitividad, lo hará con base en una fuerza de trabajo mejor educada y con mejores condiciones de vida. Esto, quizás más que la política económica, será a mediano plazo el factor crucial en el éxito del programa de ajuste.