

Venezuela

INSTITUTO DE ESTUDIOS SUPERIORES
DE ADMINISTRACION, IESA,
Caracas

Responsable:
Ricardo Hausmann

coyuntura económica andina

VENEZUELA

Introducción y resumen	243
Actividad Económica	249
El sector externo	255
Las finanzas públicas	262
Situación monetaria	268
Empleo y salarios	274
Precios	276
Algunas conclusiones	277

Venezuela

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

A. Síntesis de la evolución económica durante 1987

En Venezuela, el año de 1987 estuvo caracterizado por una leve desaceleración del crecimiento económico, una disminución de la brecha externa y una tasa de inflación que alcanzó su nivel récord de 40.30/o. La tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto no petrolero cayó del 7.10/o en 1986 al 3.50/o¹, la pérdida de reservas internacionales se redujo a US\$3.803 millones en 1986 a US\$ 924 en 1987, al tiempo que el desempleo pasó de 10.30/o al 8.50/o, para el mismo período (Véase el Cuadro 1).

Estos resultados se debieron tanto a un cambio favorable en los parámetros externos de la economía como a los efectos de la política adoptada

para hacer frente a la caída del precio del petróleo ocurrida en 1986. Como se sabe, luego de la política de ajuste instrumentada a partir de 1983, caracterizada por una devaluación del tipo de cambio, la adopción de un sistema de cambio múltiple y la disminución sustancial del gasto público, la economía reaccionó durante 1983-1985 generando una fuerte recesión, con importantes superávits en las cuentas externas y fiscales.

Durante el año de 1985, la presencia de excedentes fiscales y de altas tasas de desempleo convencieron al gobierno de la necesidad de adoptar una política económica más expansiva para 1986. Sin embargo, dicha expansión se inició justo antes del colapso de los precios del petróleo ocurrida en enero de 1986. Durante ese año, la conjunción de una política fiscal expansiva con una disminución del ingreso externo implicó un acelerado proceso de crecimiento económico, un gran deterioro en las cuentas externas, una pérdida de US\$ 3.803 millones y un importante debilitamiento de la paridad del bolívar en el mercado libre.

¹ Los estimados del PIB para 1987 son muy preliminares. Es la opinión del autor que cuando sean corregidos, la tasa de crecimiento será más elevada, alcanzando probablemente una cifra cercana al 50/o.

CUADRO 1
VENEZUELA: INDICADORES MACROECONOMICOS BASICOS
 (Tasas interanuales de crecimiento)

	1974- 1978 o/o	1979- 1983 o/o	1984 o/o	1985 o/o	1986 o/o	1987 o/o	1988e o/o
Producto territorial bruto real							
Total	5.8	-1.0	-1.1	1.3	6.8	1.7	3.0
No petrolero	8.1	-0.8	-1.2	3.2	7.1	3.1	3.0
Inflación(a)							
Precios al consumidor	8.2	13.1	12.2	11.4	11.6	28.1	35.0
Precios al por mayor	11.0	11.5	17.5	18.2	19.5	40.2	40.0
Liquidez (M2)	28.0	17.4	8.8	8.6	16.7	24.4	23.0
Tasa de desempleo	4.5	6.9	13.3	12.1	10.3	8.5	8.0
Balanza de pagos (miles de millones de US\$)							
Saldo acumulado en cuenta corriente	0.2	9.8	5.4	3.1	-2.0	-0.5	-1.8

(a) Se refiere a variaciones promedio. La inflación puntual de 12 meses estaría en 1988 alrededor del 300% para ambos índices de precio.

Fuente: B.C.V. y estimaciones propias para 1988.

Durante todo el año de 1986 se intentó redefinir una nueva política económica, pero ésta apenas pudo ser acordada a finales de ese año. A pesar de las discusiones respecto de la imposibilidad de respetar los acuerdos de refinanciamiento firmados en febrero de ese año sin generar una pérdida insostenible de reservas internacionales, el gobierno decidió mantener su estrategia de deuda externa y depender de la aparición de nuevos préstamos voluntarios por parte de la banca. Finalmente, en diciembre se adoptó una devaluación del tipo de cambio, al pasar la tasa oficial de Bs. 7.50 por US\$ a 14.50. Esta masiva devaluación del tipo de cambio oficial es una de las variables claves que afectaron al año de 1987,

no sólo por sus efectos directos, sino también por el impacto que tuvo en la alteración de las demás políticas. En particular, se esperaba una gran aceleración inflacionaria y un impacto contractivo en el corto plazo de la devaluación sobre la demanda agregada, tal como había ocurrido en devaluaciones anteriores.

Preocupados por la posible contracción, el gobierno decidió mantener la expansión fiscal, adoptar medidas de compensación salarial y no incrementar las tasas nominales de interés a pesar del aumento de las expectativas inflacionarias. Además, al reconocer al antiguo tipo de cambio las solicitudes de divisas para la importación realizadas antes de la devaluación

ción, instrumentó una devaluación promedio (32.10/o) mucho menor de lo esperado (970/o). Así mismo, dado que la devaluación por sí misma mejora las cuentas fiscales en Venezuela, su menor magnitud implicó la aparición de un déficit consolidado del sector público que alcanzó el 5.90/o del PIB.

Este marco de políticas internas coincidió con un mejoramiento en el panorama internacional. La recuperación del precio del petróleo, el cual pasó de US\$12.89 por barril en 1986 a US\$16.54 en 1987, unida a la caída de las tasas internacionales de interés, representaron unos US\$2.100 millones de recursos adicionales en la cuenta corriente. Además, el país logró ampliar sus líneas de crédito a la importación en cerca de US\$1.000 millones. Estos recursos se asignaron principalmente a la disminución de la caída de las reservas internacionales del país (US\$2.879 millones) y en mucha menor medida, a incrementar las importaciones (unos 600 millones de dólares), las cuales se mantuvieron reprimidas por vía administrativa. La amortización neta de deuda externa pública y privada se ubicó en el orden de los US\$860 millones.

Como resultado de esta mezcla de políticas se produjo una fuerte aceleración de la demanda nominal en el contexto de restricciones crecientes en la oferta agregada. Esta última, se vio limitada principalmente por la insuficiente disponibilidad de divisas para la importación de insumos industriales y agrícolas. El aumento en la demanda, impulsada por la política fiscal expansiva, los decretos de aumentos salariales y el colapso de las tasas de interés reales, excedió las

capacidades del aparato productivo haciendo que el mercado de bienes funcionara como un mercado de vendedores, contrariamente a lo que había ocurrido en anteriores devaluaciones.

El colapso en las tasas reales de interés disminuyó fuertemente la demanda de saldos reales haciendo que la liquidez monetaria real (M2) cayera en 11.30/o. Sin embargo, las colocaciones reales del sistema financiero disminuyeron apenas en 7.40/o, conduciendo a una disminución de sus reservas, que pasaron de un excedente de Bs. 1.789 millones a un déficit de Bs. 1.176 millones con respecto a los niveles legalmente requeridos. El año se caracterizó por una muy importante represión financiera nunca antes vista en Venezuela. La caída en la demanda de saldos reales tuvo como contrapartida el debilitamiento de la cotización del bolívar en el mercado libre al pasar el cambio de Bs. 22.10 por dólar en diciembre de 1986 a 30.18 para el mismo mes del año siguiente.

Por su parte, el mercado laboral mostró una fuerte recuperación pasando la tasa de desempleo del 10.30/o al 8.50/o para los segundos semestres de 1986 y 1987 respectivamente. Esta evolución se debió únicamente a la expansión del empleo en el sector moderno, pues el sector informal se contrajo en 49 mil efectivos (40/o). También se registraron descensos absolutos en el subempleo visible.

La aceleración de la inflación es generalmente atribuida a la maxidevaluación de diciembre de 1986. Sin embargo, ello no parece consistente con la presencia de mercados de vendedores y de exceso de demanda de

bienes. Además, tampoco explica la estructura sectorial de las alzas de precios, pues los productos que más subieron fueron los bienes agrícolas no transables tales como legumbres y hortalizas. Pensamos que las razones son otras y que la inflación puede ser explicada de dos maneras mutuamente consistentes.

Por una parte, la expansión de la demanda requería un nivel de importaciones a Bs. 14.50 por dólar que el gobierno no autorizó. Ello hizo que apareciera un exceso de demanda de bienes que se ajustó por la vía de la inflación. Así, el nivel agregado de precios no reflejó el tipo de cambio oficial sino la cuota de dólares a esa tasa. La inflación no fue de oferta, sino de demanda, dadas las limitaciones que la balanza de pagos imponía sobre la oferta.

Por otra parte, la inflación puede ser explicada por la presencia de un importante déficit fiscal que no fue financiado con ahorro externo, dada la situación de la balanza de pagos. Por lo tanto, debía financiarse con ahorro privado interno. Sin embargo, la presencia de tasas reales negativas de interés hacía imposible que dicho ahorro apareciera voluntariamente y se dirigiera a adquirir títulos públicos. Por lo tanto, el déficit se monetizó generando una expansión nominal de dinero en un momento donde caía la demanda de saldos reales. En su intento por deshacerse de la oferta monetaria no deseada, el público generó una expansión en la demanda de bienes que provocó la inflación y la disminución del valor real del dinero. El déficit fiscal fue financiado principalmente mediante el impuesto inflacionario.

En síntesis, 1987 fue un año de mejoras en la actividad económica, la balanza de pagos y el mercado laboral, pero con un importante incremento en la inflación, vinculada a la inconsistencia entre las políticas de demanda interna y la restricción externa.

B. Perspectivas para 1988

El año 1988 arranca con un deterioro en el precio del petróleo y con tendencias alcistas en las tasas internacionales de interés, hechos que comprometen el equilibrio externo. Estos mismos cambios se traducen internamente en un aumento del déficit del sector público, dada la importancia que el petróleo y la deuda externa tienen en las cuentas fiscales.

En cuanto a la política económica, 1988 es un año electoral y el gobierno ha considerado conveniente, por esta razón, no introducir alteraciones en el esquema de política económicas. Así, el tipo de cambio oficial, las tasas de interés y las tarifas públicas se piensan mantener inalteradas al tiempo que el gasto del sector público seguirá una tendencia inercial con cierta aceleración en los programas de inversión de las empresas básicas.

En cuanto al deterioro del sector externo, el gobierno ha reaccionado reduciendo el presupuesto de divisas para la importación respecto del nivel autorizado en el año anterior. Además, ha intentado obtener financiamiento externo adicional a corto plazo, dado que el crédito comercial no experimentará mayores expansiones pues representa ya cerca de 180 días de importación. De nuevo, el go-

bierno no se ha planteado la renegociación de la deuda externa restructurada, a pesar de que no se han restablecido los flujos de fondos hacia el país. Desde todo punto de vista, la estrategia de la deuda ha fracasado. Durante 1988, la amortización neta de la deuda y el pago de buena parte de los intereses se harán mediante una disminución sustancial de las reservas internacionales y la realización de operaciones de crédito a corto plazo.

En los primeros meses del año 1988, las reservas internacionales disminuyeron en una cifra cercana a los US\$ 1.100 millones, US\$800 millones por parte del Banco Central y US\$300 millones por parte del Fondo de Inversiones de Venezuela. La tasa de inflación para el primer trimestre resultó ligeramente negativa (-0.1%) y el bolívar se apreció en el mercado libre (2.2%), sorprendiendo a muchos observadores y generando cierto optimismo en las organizaciones empresariales. Ello se explica, en parte, por la rápida caída de las reservas internacionales y su impacto contractivo sobre la liquidez monetaria, la cual también se redujo, en términos nominales.

Las previsiones oficiales apuntan hacia una tasa de inflación puntual del 15% , un crecimiento del producto en el entorno del 3% y una pérdida de reservas que pudiera ubicarse entre US\$1.000 y 2.000 millones dependiendo del financiamiento internacional que se obtenga.

Estas previsiones, si bien parecen razonables como proyección de lo que ha venido ocurriendo en el primer trimestre no parecen ni sostenibles,

ni consistentes con las cuentas fiscales y cambiarias del país. En efecto, el ritmo de pérdida de reservas del primer trimestre difícilmente puede mantenerse para el resto del año. El déficit consolidado del sector público alcanzará una cifra cercana a los Bs. 62 mil millones, que representa más de US\$4.200 millones, a la tasa oficial. Dicho déficit deberá ser igual al déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos más el superávit financiero privado. El primero será difícilmente superior a US\$1.800 millones, lo que deja unos US\$2.400 millones (Bs. 34.000 millones) a ser financiados por el sector privado. En 1987, el superávit financiero del sector privado estuvo en el orden de los US\$2.300 millones de los cuales unos US\$1.400 millones constituyeron el impuesto inflacionario, dada la tasa de inflación del 40.3% . Para 1988 el superávit privado tendrá que ser aún mayor (unos US\$2.500 millones).

¿Qué razones podría tener el sector privado para ejecutar un importante superávit financiero durante 1988? Existen por lo menos dos causas que no involucran al impuesto inflacionario. La primera es la amortización de la deuda privada externa (US\$954 millones), la cual probablemente exija la generación de un ahorro interno, pues dadas las condiciones del mercado financiero local, es poco probable que pueda ser financiada a través del crédito doméstico. La segunda es el agotamiento de las líneas de crédito a la importación, lo cual exigirá que las importaciones del año pasado sean efectivamente canceladas este año (180 días después), por primera vez al nuevo tipo de cambio de 14.50. Ello pondrá grandes presio-

nes en el flujo de caja de las empresas, y dada la represión financiera vigente, deberá ser autofinanciada. Sin embargo, estos dos efectos no parecen suficientes como para cubrir el remanente del déficit fiscal, por lo que cierta cuota de impuesto inflacionario será necesaria.

¿Cómo es posible que el ajuste de las cuentas exija una tasa de inflación elevada y ésta aún no se haya manifestado? Esto se debe a que durante el primer trimestre, el déficit público fue financiado por la pérdida de reservas, lo cual ha implicado, además, una contracción de la liquidez nominal. Pero la pérdida de reservas no podrá continuar al ritmo que ha exhibido hasta ahora. Por lo tanto, llegará un punto en el que las reservas dejen de caer y la monetización del déficit comience a reflejarse en incrementos de la liquidez. En ese momento, la demanda de divisas deberá ser racionada aún más y ello se reflejará tanto en un alza en el precio de los bienes como en una depreciación del bolívar en el mercado libre.

Por ello, es nuestra opinión que las tendencias del primer trimestre no podrán mantenerse durante el resto del año. De acuerdo con este diagnóstico, la aceleración inflacionaria hará insostenible el tipo de cambio oficial en 1989 propiciando una nueva maxidevaluación. En 1988 los mercados de bienes, crédito y divisas estarán caracterizados por exceso de demanda. El mercado de trabajo seguirá generando empleos, pero la disminución de la tasa de desempleo pondrá presiones al alza sobre los salarios, reflejando la creciente escasez de fuerza de trabajo. Ello acelerará las presiones inflacionarias.

Para 1988 proyectamos un crecimiento económico en el entorno del 30%, una inflación de 300%, un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de US\$1.800 millones y una pérdida de reservas internacionales de US\$2.300 millones. El déficit del sector público alcanzará el 70% del producto y el impuesto inflacionario alcanzará el 20% del producto. La liquidez y la base monetaria crecerán a tasas semejantes que se ubicarán en el entorno del 230%.

Los supuestos cruciales para que se materialice este escenario son la magnitud del déficit fiscal y del ahorro externo. Cualquier medida que afecte una o ambas variables tenderá a disminuir la presión inflacionaria. Por ejemplo, una de estas medidas podría consistir en el refinanciamiento de la deuda privada externa, pues no sólo las amortizaciones previstas son altas (US\$954 millones), sino que además éstas reciben un importante subsidio cambiario que se materializa cuando el Banco Central vende las divisas por debajo de su costo de reposición. Por ello, su refinanciamiento permitiría que para un mismo nivel de pérdida de reservas, el déficit en la cuenta corriente fuera mayor (más ahorro externo), al tiempo que el déficit fiscal se vería reducido. Otra política para reducir la presión inflacionaria consistiría en dejar caer el nivel de reservas internacionales. Ello impondría una fuerte restricción a la liquidez interna, frenando las presiones de precios.

Sin embargo, dados los anuncios de política hechos hasta ahora por el gobierno y el monto de las reservas operativas, no parece haber un volumen de financiamiento suficiente

que permita evitar el impuesto inflacionario. Esta situación se ve agravada por el hecho de que el sector público, mediante prácticas contables *sui generis* que no son más que creación de dinero inorgánico, dispone en este momento de importantes depósitos en el Banco Central que puede monetizar libremente. Ello elimina las presiones que pudiera generar en otras circunstancias el financiamiento del fisco. Por lo tanto, la única presión para el cambio en el esquema de políticas es la caída de las reservas internacionales.

De todos modos, si el ingreso petrolero no aumenta y si no se puede reducir el servicio neto de la deuda externa, entonces la única salida sin impuesto inflacionario consiste en actuar sobre la magnitud del déficit y la demanda de saldos reales. En el corto plazo, ello se podría lograr incrementando el precio interno de la gasolina, la electricidad y las tasas de interés, medidas poco probables en un año electoral.

Durante 1989 el agotamiento de las reservas internacionales y la acumulación de deudas a corto plazo harán insostenible el mantenimiento de los acuerdos de refinanciamiento. Desgraciadamente, el país tendrá que re-financiar su deuda en una situación mucho más vulnerable que la actual o que aquella vigente en 1986, debido a que la baja en la liquidez internacional y el aumento en el crédito comercial limitarán la capacidad de negociación del país.

II. ACTIVIDAD ECONOMICA

A. Actividad económica global

1. Evolución durante 1987

En 1987 continuó la expansión económica iniciada en el segundo semestre de 1985, aunque a un ritmo menor que el del año anterior. De acuerdo con las nuevas series del producto interno bruto, originadas a partir del cambio de año base llevado a cabo por el Banco Central, la actividad económica creció en un 3.20%, cifra menor al 7.10% registrada en el año anterior. No obstante, es posible que esta primera cuantificación del producto haya subestimado la actividad económica².

La desaceleración del crecimiento y el auge inflacionario se debieron principalmente a las limitaciones en la oferta encontradas durante el año. Así, la escasez de insumos importados y nacionales y la aparición, por primera vez en muchos años, de estrechez en el mercado laboral para la mano de obra calificada tendieron a desplazar los problemas de demanda como variables explicativas de la producción. En términos generales, el sector transable, la construcción, el comercio y el transporte, como sectores propiamente de mercado, se vieron beneficiados, tanto en términos de nivel de actividad como en la evolución de sus precios relativos. La

² Existen tres razones para pensar que las mediciones del producto territorial bruto para 1987 subestiman fuertemente la actividad económica, especialmente en manufactura y construcción. En primer lugar, estas estimaciones no son consistentes con la magnitud de la expansión del empleo en esas actividades. Segundo, tampoco lo son con el mejoramiento de los precios relativos. Finalmente, el método de estimación, que consiste en tener mediciones de las variables nominales para luego deflactarlas con un índice de precios tiende a producir errores importantes cuando la inflación es alta e inestable. La percepción generalizada en muchos sectores industriales del país es que 1987 fue el mejor año desde hace mucho tiempo.

electricidad, el agua, el gobierno general y los servicios sociales aparecen como los grandes perdedores (Véase el Cuadro 2).

2. Perspectivas para 1988

Durante 1988, la producción en los sectores que mejoraron sus precios relativos durante el año anterior deberá aumentar. Así, los proyectos de construcción vinculados al turismo, la manufactura en general y cier-

tos sectores agrícolas de precio flexible (frutas, verduras, hortalizas, pesca) deberán verse estimulados.

Además, la demanda por productos venezolanos en general crecerá, estimulada principalmente por la política fiscal, por la dificultad de proveerse de productos importados y por las expectativas inflacionarias que originará la eventual devaluación de 1989.

CUADRO 2
VENEZUELA: PRODUCTO INTERNO BRUTO
ACTIVIDADES TRANSABLES Y NO TRANSABLES

	1984 %	1985 %	1986 %	1987 %
Tasas de crecimiento del PIB real				
Total no petrolero	-1.1	3.2	7.1	3.1
— Transable	4.2	4.9	9.3	3.7
— No transable	-3.2	2.6	6.3	2.9
— Construcción, comercio y transporte	-6.8	4.5	9.2	3.1
— Resto (a)	0.0	-0.2	1.7	2.6
Estructura del PIB no petrolero (porcentajes)				
— Transable	26.8	27.2	27.8	27.9
— No transable	73.2	72.8	72.2	72.1
— Construcción, comercio y transporte	43.8	44.3	45.2	45.2
— Resto (a)	29.4	28.5	27.1	26.9
Precios relativos respecto del PIB no petrolero (Indices, base 1984 = 100)				
— Transable	100.0	100.6	103.6	109.3
— No transable	100.0	99.8	98.6	96.4
— Construcción, comercio y transporte	100.0	102.0	101.9	103.0
— Resto (a)	100.0	96.3	93.2	85.3
Indicadores de la paridad real (Indices, Base 1984 = 100)				
— Tipo de cambio real (b)	100.0	93.9	103.7	119.7
— Precio relativo transable/no transable	100.0	100.8	105.1	113.4

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

(b) Calculado con base en la variación diciembre/diciembre.

No obstante, la oferta se verá limitada por la escasez de divisas para la importación a la tasa oficial y por la represión financiera. Además, durante el año se debería observar el impacto de las expectativas de una futura devaluación en 1989. Ello significa que las empresas tendrán interés en acumular inventarios tanto de insumos como de productos terminados, con el fin de venderlos luego del alza de precios que esperan ocurrirá el próximo año. Por lo tanto, ello tiende a restringir la oferta disponible (pues se utiliza para acumular inventarios) y a expandir la demanda (para inventarios), haciendo así que los precios suban anticipadamente. Esta dinámica se verá limitada por la poca disponibilidad de crédito que tendrá el sistema bancario para financiar la acumulación de existencias. Pero de todas formas, tenderá a mantener el control que los vendedores tienen sobre el mercado de bienes.

Este conjunto de dinámicas debería hacer que el año se caracterice por un crecimiento relativamente bajo y con cierta presión inflacionaria, que aun cuando no alcance los niveles del año anterior, será demasiado alta como para soportar, a un plazo relativamente breve, un tipo de cambio fijo.

B. Actividad Económica Sectorial

1. Sector petrolero

Durante 1987 la OPEP recortó la oferta de petróleo con el fin de producir una recuperación de los precios. La producción mundial de crudo descendió en 850 mil barriles diarios, aun cuando la OPEP disminuyó

su oferta en 1.27 millones; la diferencia se debió al aumento de 420 mil barriles diarios en la producción de los países fuera de la organización. El precio del producto venezolano promedio pasó de US\$12.89 a US\$16.54 por barril para 1986 y 1987 respectivamente.

El recorte de la producción de la OPEP, que alcanzó el 6.50%, se reflejó en la asignación de la cuota de Venezuela, causando una caída en la producción del 6.70%, al pasar la producción de crudo de 1.645 a 1.534 miles de barriles diarios. Las exportaciones en valor aumentaron de US\$7.218 millones a US\$9.104 millones (26.10%), mientras que en volumen se redujeron en apenas 1.50%, ya que el consumo interno se contrajo por la disminución en la generación de termoelectricidad, dada la puesta en marcha de la represa del Guri.

Durante el año, la industria petrolera avanzó tanto en su programa de internacionalización, como en el de exploración. La internacionalización, dirigida a mejorar el control de los canales de distribución del petróleo, tuvo que integrar operativamente las adquisiciones hechas en 1986 de las refinerías Champlin en Chorpus Christi, Texas, la Nynas en Suecia y la Citgo en Louisiana. En materia de exploración se realizaron importantes descubrimientos en la zona oriental del país, con la incorporación del campo Furrial, el cual es el mayor hallazgo de las últimas décadas.

Petróleos de Venezuela también avanzó en los proyectos de carbón, orimulsión y petroquímica. Se puso en operación la mina de carbón del Guasare y se comenzó a exportar su

producción. La orimulsión empezó a exportarse también 1987. Se trata de un sustituto del fuel-oil compuesto por petróleo pesado de la faja del Orinoco, mezclado con agua y enzimas, para disminuir su viscosidad. Este producto, de tecnología venezolana permite poner en producción las enormes reservas de petróleo extra-pesado de la faja bituminosa del Orinoco, al tiempo que permite evadir las cuotas de producción de la OPEP, pues el gobierno considera que los acuerdos no cubren este tipo de productos.

En materia de petroquímica, Petróleos de Venezuela avanza en dos grandes proyectos, uno para la elaboración de un aditivo a la gasolina para sustituir el plomo y el otro para expandir la producción de prolipropileno.

En 1988, el mercado petrolero se ha deteriorado produciendo una caída de precios ligeramente menor a US\$2 el barril para el primer trimestre respecto del promedio del año anterior. Eso representa una merma anualizada de unos US\$1.100 millones con respecto a 1987.

Algunos observadores opinan que la situación actual no es sostenible pues resulta un punto intermedio entre la estrategia de recuperación de mercado impuesta por Arabia Saudita en 1986 y la estrategia tradicional basada en defender el precio mediante recortes de producción, adoptada en 1987. Los resultados de ese año muestran que si bien se recuperaron los precios, ello sólo pudo lograrse cediéndole el mercado a los productores no miembros de la OPEP. Administrar una política de esa naturaleza es sólo posible ante expectativas

de mejoramiento de precios, tal como ocurrió en 1987. Pero en 1988, recortar la producción para evitar caídas mayores de precio es indudablemente más difícil. Un precio de US\$18 por barril del crudo marcadador es demasiado alto para competir efectivamente con el gas y el carbón y demasiado bajo para mantener la paz interna dentro de la organización. Por ello, los observadores estiman como más viable un precio en el entorno de los US\$14 por barril, con el fin de ampliar el mercado y disminuir las presiones internas sobre las cuotas de producción.

La caída del precio del petróleo en 1988, a pesar de la debilidad del dólar, indica que el shock de 1986 es estructural y duradero. La macroeconomía venezolana no podrá esperar hasta que cambios en los parámetros petroleros internacionales ajusten las cuentas fiscales y externas.

2. El sector agrícola

Este sector mantuvo una tasa de crecimiento elevada (4.10/o) aunque mucho menor que la registrada en los dos años anteriores (8.30/o en cada uno de ellos) como se muestra en el Cuadro 3. Al igual que en años anteriores, los aumentos en la producción estuvieron acompañados de mejoras en los precios relativos. De hecho, el llamado "milagro agrícola" de 1985 y 1986 se debió principalmente a un aumento sustancial en los precios mínimos de los productos del sector, decidido en 1984. Tal como lo evidencia el Cuadro 4, durante 1987 se registró un mejoramiento sustancial en los precios relativos del sector (5.80/o), por debajo solamente del pequeño sector minero que recibió el

CUADRO 3
VENEZUELA: PRODUCTO INTERNO BRUTO POR CLASE DE ACTIVIDAD ECONOMICA
(Millones de Bolívares de 1984)

	1984	1985	1986	1987	85/84 %	86/85 %	87/86 %
PETROLEO, GAS Y REFINACION	86853	84786	89502	85181	-2.4	5.6	-4.8
TOTAL PIB NO PETROLERO	303921	313742	336014	346582	3.2	7.1	3.1
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	21587	23299	25224	26258	8.3	8.3	4.1
Minería	1919	2096	2485	2552	9.2	18.6	2.7
Manufacturera	57938	59986	65577	67970	3.5	9.3	3.6
Electricidad y agua	6248	6596	6860	7152	5.6	4.0	4.3
Construcción	18232	18532	20346	20755	1.6	9.8	2.0
Comercio, restaurantes y hoteles	57692	58771	64051	66379	1.9	9.0	3.6
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	24142	26558	29046	29773	10.0	9.4	2.5
Productores de servicios de la administración pública	35482	35450	35301	35513	-0.1	-0.4	0.6
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y otros	59154	58101	61229	64232	-1.8	5.4	4.9
— Menos servicios imputados a instituciones financieras	-11384	-10785	-12478	-13613	-5.3	15.7	9.1
Servicios sociales comunales y personales	32991	35138	38373	39611	6.5	9.2	3.2
Derechos de Importación	4465	4418	4428	4301	-1.1	0.2	-2.9
Efecto del cambio múltiple	14248	11804	13149	14603	-17.2	11.4	11.1
PIB TOTAL	409487	414750	443093	450667	1.3	6.8	1.7

Fuente: B.C.V.

impacto del aumento en el precio de exportación en bolívares del mineral de hierro.

No obstante, la producción del sector no pudo mantener el ritmo de expansión. Ello se debió principalmente al poco crecimiento exhibido por el subsector de cereales. Como se sabe, el maíz y el sorgo habían sido las bases del crecimiento agrícola en los dos años anteriores. El gobierno había permitido la aparición de diferencias de más de 150% entre el precio mínimo al productor y el precio internacional calculado al devaluado tipo de cambio libre. Ello permitió el incremento de la producción, la cual pudo ser colocada mediante la disminución de las importaciones autorizadas. Sin embargo, ya para 1986 empezaron a aparecer excedentes de

maíz, los cuales generaron dificultades crecientes a nivel de productor para colocar la cosecha. Ello desestimuló la siembra de este producto en 1987. Además, el retraso en la llegada de las lluvias disminuyó la cosecha.

No obstante, el crecimiento del sector cerealero, criticado por producir una disminución innecesaria en el consumo (debido al estímulo de precios) y por tener un techo de producción vinculado a la oferta interna, (a los niveles de precio al productor no se puede exportar ni siquiera al tipo de cambio libre), ya está llegando a sus límites. Por ello, el crecimiento agrícola tenderá a exhibir menores tasas de crecimiento hasta tanto el rol dinamizador principal no lo ejerzan los sectores frutícola, pesquero y

avícola que son los que muestran las mayores ventajas comparativas. Estos además han tenido una mejora en sus precios relativos y tenderán a crecer más que el promedio agrícola, a pesar de no ser los más estimulados por la política sectorial.

3. Sector manufacturero

La industria manufacturera tuvo un año 1987 muy positivo (ver Cuadros 3 y 4). Su tasa de crecimiento (3.6%), probablemente subestimada, ocurrió luego de la expansión calculada en 9.3% para 1986. En términos generales, hubo una menor presión de demanda en 1987 lo que se tradujo principalmente en un menor crecimiento de los sectores menos abiertos al comercio internacional. Ejemplo de esto son los sectores de bebidas, tabaco y automotor, donde la sustitución de importaciones ha sido completa y la caída en la

demanda, producto del encarecimiento relativo generado por la devaluación, se ha hecho sentir en una menor producción.

Para los sectores con un menor grado de abastecimiento interno o con posibilidades de exportación, los limitantes a la producción estuvieron principalmente ubicados del lado de la oferta. De acuerdo con la encuesta de coyuntura industrial del Banco Central, las dificultades en la obtención de materia prima fueron la principal limitante de la producción para los sectores de alimentos, textiles, vestuario, imprenta, química básica, química industrial, cauchos, productos plásticos, minerales no metálicos, acero, metales no ferrosos (aluminio principalmente) y maquinaria y equipo eléctrico. La falta de capacidad instalada fue un impedimento importante para la producción en los sectores de papel y celulosa, caucho y

CUADRO 4
VENEZUELA: EVOLUCION DE LOS PRECIOS RELATIVOS DE LOS
DISTINTOS SECTORES DE ACTIVIDAD ECONOMICA
(Respecto de deflactor del PIB no petrolero)

	1984	1985	1986	1987	85/84 %	86/85 %	87/86 %
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	100.0	101.9	101.6	107.4	1.9	-0.3	5.8
Minería	100.0	88.4	102.1	119.0	-11.6	15.5	16.5
Manufacturera	100.0	100.5	104.4	109.6	0.5	4.0	5.0
Electricidad y agua	100.0	96.2	85.4	67.5	-3.8	-11.2	-20.9
Construcción	100.0	98.3	95.9	96.4	-1.7	-2.5	0.6
Comercio, restaurantes y hoteles	100.0	110.9	112.2	117.1	10.9	1.2	4.4
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	100.0	96.8	98.4	95.0	-3.2	1.6	-3.5
Productores de servicios de la administración pública	100.0	99.2	98.5	93.1	-0.8	-0.7	-5.5
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y otros	100.0	94.6	90.2	83.2	-5.4	-4.7	-7.7
- Menos servicios imputados a instituciones financieras	100.0	96.6	88.9	86.5	-3.4	-8.0	-2.7
Servicios sociales comunales y personales	100.0	93.2	90.4	88.9	-6.8	-3.0	-1.6

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

textiles, mientras que la falta de financiamiento, producto de la represión que caracterizó al sistema bancario afectó particularmente a los sectores de madera y corcho, maquinaria en general y vestuario.

En términos generales, los sectores reportan un incremento en sus planes de inversión, medidos por la encuesta de opinión empresarial, encontrándose estos en los niveles más altos de los últimos años. Particular dinamismo muestran los sectores de textiles, vestuario, papel y celulosa, química básica, caucho, minerales no metálicos, acero y aluminio. Estos sectores son también los que muestran una tasa de utilización de la capacidad instalada superior a la promedio.

Para 1988, la menor presión de demanda y el mejoramiento en los precios relativos del sector deberán traducirse en una evolución similar del producto manufacturero y su composición; nuevamente, los sectores más abiertos, ya sea por el lado de las importaciones o de las exportaciones, serán los que exhiban los crecimientos más sostenidos.

4. El sector construcción

Este sector, que se expandió fuertemente en 1986 (9.80/o), presenta una tasa de crecimiento (probablemente muy subestimada) del 2.00/o para 1987. Esta evolución fue producto de un menor crecimiento de la construcción pública y una aceleración de la inversión privada, especialmente en los proyectos vinculados al sector turismo, en el oriente del país, y a la construcción residencial en el área de Caracas.

El sector privado estuvo limitado por el escaso financiamiento otorgado

por el sector hipotecario, el cual disminuyó su captación y colocación en términos reales, en más del 20/o, siendo el segmento del sector financiero más afectado por la escasez de fondos prestables.

Los precios del sector inmobiliario en las áreas de Caracas, Puerto La Cruz y Margarita aumentaron dramáticamente durante 1987, en magnitudes cercanas al 80/o. Ello se debió, en parte, a que aparecieron como inversiones sustitutas del dinero en un momento de tasas reales de interés negativas y luego de que la devaluación del bolívar en el mercado libre hubiese deprimido el precio de los bienes raíces medidos en divisas. Al intentar aumentar la porción de bienes raíces en su portafolio de activos, los agentes económicos precipitaron una revaluación de los valores inmobiliarios y generaron una oferta importante de capital para futuros desarrollos. Por lo tanto, la actividad de promoción inmobiliaria en las tres décadas antes mencionadas será importante durante 1988.

III. EL SECTOR EXTERNO

A. Evolución y perspectivas de las cuentas externas

1. Las cuentas externas en 1987

Las cuentas externas de la economía exhibieron una mejoría en 1987 respecto del difícil año anterior (véase el Cuadro 5). El petróleo permitió incrementar los ingresos al tiempo que la caída en las tasas internacionales de interés generó ahorros en el servicio de la deuda externa. En efecto, tal como señaláramos anteriormente, estos dos efectos combinados

CUADRO 5
VENEZUELA: BALANZA DE PAGOS
 (Miles de millones de US\$)

	1984	1985	1986	1987	1988e
I. CUENTA CORRIENTE	5.4	3.1	-2.0	-0.5	-1.8
Balanza comercial	8.7	6.8	0.8	1.9	1.1
Exportaciones FOB	16.0	14.2	8.6	10.6	10.1
Petroleras	14.8	12.9	7.2	9.1	8.3
No petroleras	1.2	1.3	1.4	1.5	1.8
Importaciones FOB	-7.3	-7.4	-7.8	-8.7	-9.0
Balanza de servicios	-3.3	-3.7	-2.8	-2.4	-2.9
Financieros	-1.4	-2.2	-1.5	-1.3	-1.9
No financieros	-1.9	-1.5	-1.3	-1.1	-1.8
II. CUENTA DE CAPITAL	-3.8	-1.1	-1.7	-0.6	-0.5
Entradas	1.1	1.0	0.3	1.5	2.4
Endeudamiento público	0.5	0.2	0.2	0.2	1.9
Endeudamiento privado	0.1	0.1	0.0	0.8	0.3
Inversión directa	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2
Otros	0.4	0.5	0.0	0.5	0.0
Salidas	-4.9	-2.1	-2.0	-2.2	-2.9
Amortización deuda pública	-2.4	-1.0	-1.3	-1.2	-1.2
Amortización deuda privada	-0.5	-0.1	-0.6	-0.9	-1.0
Otros	-2.0	-1.0	0.0	0.0	-0.8
III. AJUSTES	0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.0
IV. VARIACION DE RESERVAS	1.9	1.8	-3.8	-0.9	-2.3
V. VARIACION DE RESERVAS DEL F.I.V.	0.6	0.5	0.9	-0.5	-1.1
VI. VARIACION DE RESERVAS DEL B.C.V.	1.1	1.3	-3.9	-0.4	-1.2
VII. SALDO DE RESERVAS EN EL B.C.V.	12.5	13.8	9.9	9.4	8.2

Fuente: B.C.V. y estimaciones propias para 1988.

produjeron un alivio en cuenta corriente del orden de los US\$2.100 millones.

La mejoría de los ingresos no se vio complementada con exportaciones no tradicionales, las cuales se mantuvieron prácticamente estancadas. Esto se debió al incremento en la de-

manda interna y a la disminución del tipo de cambio real promedio para los exportadores. En efecto, el 6 de diciembre de 1986, cuando se anunció la devaluación del dólar oficial a Bs14.50/US\$, también se decidió obligar a los exportadores a vender sus divisas a esa tasa y no al tipo de cambio libre, tal como lo habían he-

cho hasta esa fecha. Bajo el nuevo esquema, se decidió incrementar más bien, el subsidio fiscal a la exportación, el cual fue pasado de un máximo de 300/o para aquellos productos con más de 900/o de valor agregado nacional, al 480/o. Con el subsidio, el tipo de cambio efectivo para la exportación quedó en el entorno de Bs. 21/US\$, cifra menor a la que exhibió el mercado libre el año anterior.

En cuanto a las importaciones, éstas mostraron un incremento de unos US\$600 millones (7.60/o), el cual fue financiado mediante la apertura de líneas internacionales de crédito, aliviando así el flujo de caja del Banco Central. El aumento en el valor en dólares de las importaciones compensó la caída en la cotización internacional de esa moneda produciendo un incremento prácticamente nulo en el volumen de las mismas. Ello generó durante todo el año un importante exceso de demanda de estos bienes.

En cuanto a los servicios no factoriales, siguió durante el año el proceso de sustitución de importaciones. Las cuentas de viajeros, transporte, seguros y otros exhibieron una mejoría de US\$165 millones. Los servicios financieros mostraron el impacto de la reducción en las tasas de interés ocurrida principalmente hacia el final del año.

La cuenta de capitales mostró una mejoría debido principalmente al aumento en las líneas de crédito a la importación, mas no así en los pagos por la deuda refinanciada, pues la pequeña disminución en las amortizaciones del sector público fue más que compensada por el incremento en la cancelación de deuda privada.

En síntesis, las mejoras en el contexto internacional durante 1987 sirvieron principalmente para disminuir el ritmo de caída de las reservas internacionales y sólo parcialmente para incrementar el flujo de recursos del exterior hacia la economía.

2. Perspectivas para 1988

En 1988, el financiamiento de la balanza de pagos será indudablemente una de las variables determinantes del contexto macroeconómico. La caída del precio del petróleo representará una reducción de las exportaciones de ese producto cercana a los US\$800 millones. El alza en las tasas internacionales de interés y el menor nivel de reservas internacionales del país tenderán a incrementar el déficit en el saldo de servicios financieros en unos US\$600 millones. El único alivio que se producirá en la cuenta corriente provendrá de la exportación de unos US\$300 millones en oro no monetario, adquirido internamente por el Banco Central en los últimos tres años.

A partir de la información disponible es posible construir una estimación de la magnitud de la brecha externa y su posible financiamiento. El Cuadro 6 muestra una brecha externa a financiar de US\$4.200 millones, como saldo de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios y el servicio de la deuda externa pública y privada. Dicha brecha deberá ser financiada con préstamos externos o con pérdida de reservas. En cuanto a esta última, el Fondo de Inversiones de Venezuela ya ha anunciado su disposición a vender US\$1.131 millones provenientes de sus reservas internacionales al Banco Central, con el fin de financiar los programas de expan-

CUADRO 6
VENEZUELA: CALCULO DE LAS NECESIDADES
DE FINANCIAMIENTO PARA 1988
(Miles de millones de US\$)

Exportaciones	10.1	
Petroleras		8.3
No petroleras		1.8
Importaciones FOB	-9.0	
Servicios no financieros	-1.0	
Servicio bruto de deuda	-5.0	
Deuda pública		3.7
Intereses		2.5
Capital		1.2
Deuda privada		1.4
Intereses		0.4
Capital		1.0
Intereses reservas del país	0.2	
Inversión directa extranjera	0.2	
Endeudamiento privado	0.3	
Saldo a financiar	-4.2	
Variación de reservas tolerable	2.3	
Reservas FIV		1.1
Reservas B.C.V.		1.2
Financiamiento externo necesario	1.9	
Fuentes Posibles:	1.9	
Descuento de factura petrolera		0.7
Financiamiento importaciones PDVSA		0.2
Financiamiento puente BIS		0.4
Emisión de bonos		0.2
Créditos a inversiones públicas		0.5

Fuente: Estimaciones propias con base en el Programa Económico Cuantificado
CORDIPLAN/BCV 11/4/1988.

sión de sus empresas. Por su parte, el instituto emisor comenzó el año con reservas operativas líquidas de US\$ 3.518 millones. De acuerdo con el contrato de refinanciamiento de la deuda externa, esta cifra no podrá bajar de US\$2.000 millones, o de lo contrario, la deuda se haría exigible inmediatamente. Por lo tanto, la pérdida de reservas del Banco Central

puede alcanzar una cifra máxima de unos US\$1.500 millones. Para efectos de este cálculo, estamos suponiendo que el instituto emisor perderá unos US\$1.200 millones.

En el primer trimestre, el F.I.V. vendió US\$300 millones al B.C.V., mientras que este último perdió US\$ 800 millones. El financiamiento ex-

terno fue de apenas US\$100 millones, provenientes de la venta de bonos. El monto de créditos comerciales no ha crecido haciendo que desaparezca esta fuente de financiamiento que fue tan determinante en 1987. Los resultados del primer trimestre indican que la brecha externa está efectivamente en más de US\$4.000 millones al año. Además, ésta ha sido financiada exclusivamente a partir de reservas internacionales. En lo que resta del año, la brecha de los últimos nueve meses del año (unos US\$3.000 millones), para que pueda materializarse, deberá ser financiada principalmente con recursos externos, pues la pérdida adicional de reservas (unos US\$1.100 millones) podrá cubrir sólo una tercera parte del remanente. De hecho, el Banco Central ha presupuestado para todo el año una pérdida de reservas de US\$800 millones, que ya ocurrió en el primer trimestre.

Las posibles fuentes de financiamiento externo que han sido consideradas incluyen: (i) el descuento por 30 días de la factura petrolera, que actualmente se vende con cartas de crédito a 60 días; (ii) extensión del uso de crédito comercial por parte de la industria petrolera, haciendo que ésta compre a crédito sus importaciones; (iii) obtención de un préstamo puente de US\$370 millones por 180 días del Banco de Pagos Internacionales de Basilea; (iv) emisión de US\$300 millones en bonos externos de la República, de los cuales 100 millones fueron colocados en el primer trimestre; y, (v) obtención de créditos externos para financiar los programas de inversión de empresas públicas. Los desembolsos efectivos para 1988 podrían alcanzar unos US\$500 millones.

De materializarse todas estas operaciones, la pérdida de reservas del Banco Central podría limitarse a unos US\$1.200 millones. De no ser así, dado el límite de pérdida de reservas de US\$1.500 millones antes mencionado, existe la posibilidad de que haya que recurrir a la posición crediticia neta del país en el Fondo Monetario Internacional (US\$1.442 millones) o al uso del oro monetario (US\$3.439 millones, calculado sobre la base de US\$300 por onza). En estos momentos, considerando que se está ante un año electoral y dado el fracaso de la posición dura del Brasil ante la banca, las posibilidades de recomenzar una negociación sobre la deuda externa refinanciada parecen remotas.

Es importante destacar cuatro implicaciones que tiene esta forma de cerrar la brecha externa. En primer lugar, el país está amortizando su deuda a largo plazo mediante la obtención de financiamiento a muy corto plazo, cosa que se criticó mucho cuando explotó en Venezuela la crisis de la deuda en 1983. En segundo lugar, el país está amortizando, al 100%, unos US\$2.200 millones de una deuda que se está cotizando a la mitad de su valor, sin obtener ninguna cooperación por parte de la banca para obtener nuevo financiamiento. Ello difícilmente se puede considerar un uso inteligente de nuestra posición de negociación. En tercer lugar, Venezuela está amortizando deuda refinanciada a la tasa de Libor más $7/8$, mediante la emisión de bonos con primas sobre Libor de más de cuatro puntos. La primera emisión se hizo a una tasa fija de $11-1/8$, mientras que nuevas emisiones se están pensando a tasas flotantes sobre la que pagan los bonos del tesoro nor-

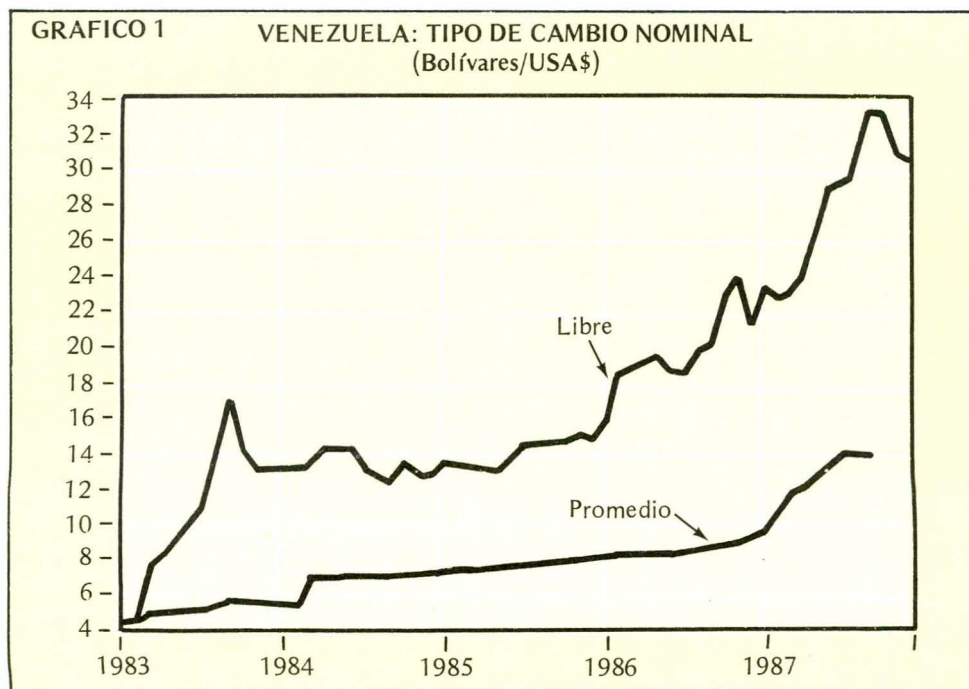
teamericano de 3.5 puntos. Esto no sólo representa un deterioro de la calidad de los pasivos del país, sino que además representa un agravamiento del problema de la deuda, pues es bien poco probable que la asignación de los recursos obtenidos con ese financiamiento pueda generar un retorno, privado o social, suficiente como para que sea remunerados a la tasa acordada. Ello exigirá, por lo tanto, un mayor sacrificio fiscal y de balanza de pagos en el futuro.

Finalmente, la forma como se piensa cerrar la brecha externa crea problemas para el financiamiento de la brecha pública interna, pues los entes que están obteniendo el financiamiento externo no son los que lo necesitan. En efecto, Petróleos de Venezuela presenta superávit de caja en 1988, pero sería el receptor de unos US\$900 millones. Igualmente el Ban-

co Central obtendría unos US\$370 millones provenientes del Banco de Pagos Internacionales de Basilea. Dicho financiamiento se traducirá en un mayor nivel de depósitos o reservas de capital en el Banco Central, pero no aparecerán directamente en la creación de base monetaria para financiar el déficit público. Ello exigirá que los fondos obtenidos sean implícitamente intermediados por el Banco Central, lo que pondrá tensiones tanto en la política fiscal como en la monetaria. Abordaremos esos temas más adelante.

B. Evolución de los tipos de cambio

Durante 1987 hubo una fuerte devaluación nominal tanto del tipo de cambio promedio como del libre (véase el Gráfico 1). En el mercado oficial, la devaluación del dólar anunciada el 6 de diciembre de 1986 se materializó en la práctica en el segun-



do semestre de 1987, pues se decidió reconocer al tipo de cambio original las conformidades de importación emitidas antes del anuncio de la devaluación. Ello implicó que para las empresas, la tasa de cambio de reposición se ubicara sustancialmente por encima de la tasa de cambio efectiva. Como los precios de los bienes reflejan la primera más que la segunda, el retraso en la devaluación incrementó los márgenes de las empresas y empeoró las cuentas fiscales, al disminuir las utilidades cambiarias del Banco Central. Ello también tendió a favorecer la expansión de la liquidez, pues el sector privado necesitó vender menos bolívares al Banco Central para cancelar su saldo adverso en balanza de pagos.

La devaluación promedio alcanzó el 320/o, cifra menor a la de la inflación registrada en el año a nivel de los precios al por mayor de productos nacionales. Por ello, el tipo de cambio real promedio se apreció en casi 4 puntos (véase el Cuadro 7). Sin embargo, la devaluación medida sobre la base diciembre 1986 vs. diciembre de

1987 fue mucho mayor y afectará la devaluación promedio en 1988. De hecho, se espera que esta cifra alcance el 300/o al pasar el cambio promedio a Bs. 15.31/US\$. En términos reales ello debería reflejarse en una pequeña devaluación, que ocurrió efectivamente a finales de 1987. Comparado con el de 1986, el tipo de cambio promedio de 1988 aparece inalterado, lo cual es de gran preocupación considerando que la devaluación nominal promedio alcanzó la cifra de 720/o, para ese período.

En cuanto al mercado libre de divisas, la cotización del dólar sufrió una devaluación promedio del 26.50/o y puntual (diciembre/diciembre) del 36.50/o. A través del año, el bolívar se mantuvo prácticamente estable entre los meses de enero-abril, luego se depreció fuertemente (39.50/o) entre mayo y septiembre, para finalmente apreciarse en 9.20/o en el último trimestre. Esta evolución se explica por las diferencias entre oferta y demanda de dinero en el mercado monetario. En efecto, mientras que el prin-

CUADRO 7
VENEZUELA: TASAS DE CAMBIO NOMINAL Y REAL
FRENTE AL DOLAR

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988e
Tasa de cambio libre (Bs/US\$)	—	—	10.58	13.25	13.92	19.87	25.14	31.00
Tasa de cambio promedio (Bs/US\$)	4.30	4.30	4.99	6.61	7.52	8.91	11.77	15.31
Tasa de cambio real (1975 = 100)	88.4	83.8	91.7	105.9	101.4	100.2	96.3	100.7

Fuente: B.C.V. y estimaciones propias.

cipio y el final del año estuvieron caracterizados por represión financiera, entre mayo y septiembre hubo una importante expansión en las colocaciones del sistema financiero, la cual produjo una oferta indeseada de bolívars. Al intentar deshacerse de ella los agentes económicos pusieron presión sobre el mercado libre. Hacia finales de año, la fuerte represión financiera hizo aparecer una tasa de interés paralela que se ubicó unos 6 puntos por encima de la oficial.

Durante el primer trimestre de 1988 el bolívar ha seguido apreciándose en el mercado libre. Ello es consistente con la fuerte restricción de liquidez que ha caracterizado a este período. Por lo tanto, la evolución del tipo de cambio libre dependerá fuertemente de la evolución de la liquidez interna. En el escenario que se propone aquí como el más probable debería registrarse una devaluación en la segunda mitad del año.

IV. LAS FINANZAS PUBLICAS

A. Evolución de las cuentas públicas en 1987

Las cuentas del sector público venezolano, dependientes como son tanto del petróleo como de la deuda externa, han estado afectadas por los mismos impactos exógenos que golpearon la balanza de pagos. Con la caída del precio del petróleo en 1986 se abrió un déficit de casi el 60% del producto que no se ha podido cerrar, ni siquiera con la devaluación del 6 de diciembre de 1986. De hecho, a pesar de ella, durante 1987 el déficit consolidado del sector público creció nominalmente en 50% para alcanzar los Bs. 41 mil millones lo que repre-

senta el 5.90% del PIB (véase el Cuadro 8).

El incremento en el déficit ocurrió a pesar de la mejora en el saldo superavitario de Petróleos de Venezuela (Bs. 41.6 mil millones), el cual se vio favorablemente afectado tanto por el alza en la cotización internacional del crudo como por la devaluación del dólar petrolero, ocurrida a mitad de año. De hecho, PDVSA explica el 94.80% del incremento total en los ingresos (Bs. 43.9 mil millones).

Por su parte, los gastos se vieron incrementados en Bs. 62.9 mil millones explicado principalmente por tres rubros: el incremento en los gastos de capital (Bs. 24.0 mil millones), el alza en los intereses de la deuda, debido a la devaluación (Bs. 16.3 mil millones) y el aumento en las remuneraciones, producto de los decretos de compensación salarial (Bs. 6.0 mil millones). Estos tres rubros explican el 730% del incremento en el gasto y reflejan principalmente los efectos de la devaluación sobre los pagos externos y la inflación interna. El resto está principalmente explicado por las transferencias corrientes, las cuales crecieron en Bs. 14.7 mil millones por efectos del aumento en los subsidios y en las remuneraciones del sector descentralizado.

El déficit neto de 1987, medido en dólares al tipo de cambio oficial, representó unos US\$2.848 millones, los cuales debieron ser financiados por el sector externo (el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos) o el superávit del sector privado. Las últimas estimaciones del saldo de la cuenta corriente arrojan una cifra de US\$500 millones, lo que indica

CUADRO 8
VENEZUELA: BALANCE DEL SECTOR PUBLICO
CONSOLIDADO 1984 – 1988
(Miles de millones de bolívares)

	1984	1985	1986	1987	1988e
I. Ingresos totales	134.9	144.9	117.2	161.1	170.7
– Impuestos	17.9	21.8	26.9	38.0	40.5
– Otros ingresos gobierno	20.7	22.5	28.6	38.4	22.1
– Ajuste utilidad cambiaria	-10.2	-0.6	-15.8	-31.8	-18.5
– Superávit petrolero PDVSA	82.7	70.8	47.6	89.2	107.0
– Superávit empresas públicas	6.8	11.9	14.2	13.0	10.6
– Otros	17.0	18.5	15.7	14.3	9.0
II. Gastos totales	115.0	128.9	139.5	202.4	233.1
A. Gastos corrientes	72.9	82.3	76.0	114.9	126.2
– Remuneración personal	20.4	20.2	24.2	30.2	39.4
– Bienes y servicios	4.8	5.0	5.0	6.9	6.9
– Intereses de la deuda	17.7	16.8	17.1	33.4	35.9
– Transferencias y otros	30.0	40.3	29.7	44.4	44.0
B. Gastos de capital	42.1	46.6	63.5	87.5	106.9
– Formación de capital	35.1	33.8	48.4	68.9	84.5
– Otros	7.0	12.8	15.1	18.6	22.4
III. Superávit o déficit (—)	19.9	16.0	-22.3	-41.3	-62.4
– Como %o del PIB	4.9	3.4	-4.5	-5.9	-7.2
Memo: PIB Total	409.5	464.6	493.8	695.6	869.5

Fuente: Ministerio de Hacienda, *Offering Circular*, Febrero 11 de 1988. Todas las cifras son iguales a las de la publicación, salvo la línea de ajuste por utilidades cambiarias y la estimación del superávit de PDVSA para 1988.

que el superávit privado debió financiar unos US\$2.300 millones (Bs. 34 mil millones).

El problema en obtener este financiamiento reside en el hecho de que durante 1987 las tasas de interés reales resultaron negativas, dificultando la aparición de un superávit privado de carácter voluntario. De hecho, el saldo de la deuda pública interna, el cual incluye títulos en poder del sector público, aumentó en Bs. 6.8 mil

millones. Aún suponiendo que todo este incremento fue financiado por el sector privado, ¿de dónde salió la diferencia necesaria para financiar al sector público?

La respuesta que adelantamos hace intervenir el impuesto inflacionario. El Cuadro 9 muestra el incremento en la base monetaria tanto a precios corrientes como a precios del año siguiente. El impuesto inflacionario se refleja en dos mecanismos. El prime-

CUADRO 9
VENEZUELA: CALCULO DEL IMPUESTO INFLACIONARIO
1986 – 1988

	1985	1986	1987	1988
Base monetaria a precios corrientes	46375	51047	62871	78171
Base monetaria a precios del año siguiente	52265	71619	81732	
Incremento en la base monetaria		4672	11824	15300
Pérdida de valor de la base monetaria		1218	8748	3561
Impuesto inflacionario		5890	20572	18861
— Como %o del PIB		1.2	3.0	2.2

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

ro consiste en obligar a los agentes a generar un ahorro financiero con el fin de adquirir la base monetaria adicional para hacer frente a un mayor nivel de transacciones nominales. Por otra parte, la inflación disminuye el valor real de la base monetaria, la cual es un activo del sector privado y un pasivo del público. Por lo tanto, empobrece al primero en la misma magnitud en que enriquece al segundo.

Los resultados del cálculo muestran como el impuesto inflacionario se triplicó entre 1986 y 1987 alcanzando los Bs. 20.570 millones, cifra que representa buena parte de la diferencia entre el déficit público y el déficit en balanza de pagos. En ausencia de ahorro externo suficiente y con tasas reales de interés negativas, el financiamiento del déficit público exigió un superávit privado que sólo pudo recolectarse mediante el impuesto inflacionario.

Si bien este mecanismo puede explicar la transferencia real de recursos del sector privado al público, las ope-

raciones nominales de financiamiento están mejor descritas en el Cuadro 10. La principal fuente utilizada para cubrir las necesidades de financiamiento del sector público fue la revalorización de las reservas internacionales. Esta revalorización y la posterior declaración de utilidades sobre ella, se hace implícitamente debido al método contable usado por el Banco Central para la estimación de sus utilidades cambiarias. El instituto emisor utiliza el costo histórico como costo de las divisas vendidas. Al ocurrir una devaluación, todas las divisas disponibles serán vendidas a un precio superior al histórico y por tanto generarán utilidad cambiaria. Sin embargo, dicha utilidad se deriva realmente de la revalorización de las reservas internacionales. Por ello, si se utiliza, tal como recomienda la norma internacional, el costo de reposición de las divisas en vez del costo histórico, tal utilidad desaparece. Durante 1987 el Banco Central declaró utilidades cambiarias de Bs. 24.730 millones, mientras que si se hace el cálculo en términos de costo de reposición, aparece una pérdida

CUADRO 10
VENEZUELA: FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO
 (Miles de millones de bolívares)

	1987	1988
I. Déficit consolidado	41.3	62.4
II. Amortización externa	13.0	14.1
A. Central	7.8	10.8
B. Descentralizada	5.2	3.2
III. Necesidades de financiamiento	54.3	76.5
IV. Total fuentes de financiamiento	54.3	76.5
A. Uso de activos	-3.6	24.0
1. Reservas internacionales FIV	6.4	16.4
2. Liquidación de activos internos (a)	9.6	
3. Depósitos en el B.C.V.	-19.6	7.6
a) Tesorería nacional	-9.0	17.0
b) F.I.V.	-2.6	2.6
c) Petróleos de Venezuela	-6.6	-16.6
d) Otros	-1.4	4.0
B. Aumento de pasivos	23.4	34.0
1. Deuda pública nacional	6.8	6.0
a) Banco Central	6.3	6.0
b) Otros	0.4	0.0
2. Letras del tesoro	2.9	0.0
3. Bonos públicos en divisas	0.0	2.9
4. Préstamos externos	13.7	25.1
a) Petróleos de Venezuela	0.0	12.9
b) Otros	13.7	12.2
C. Ajuste ganancias cambiarias	31.8	18.5
D. Otras fuentes no identificadas (neto)	2.7	0.0

(a) Liquidación del Fondo de Compensación Cambiaria (FOCOCAM).

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

de Bs. 9.537 millones. Esta diferencia constituye una monetización del déficit real generado en el ejercicio, mediante un mecanismo que no es recurrente. Durante el año 1988, al no haber una nueva devaluación del tipo de cambio, tampoco existirá esta fuente de financiamiento.

La segunda fuente de recursos financieros fue la emisión de pasivos, principalmente adquiridos por el exte-

rior y por el instituto emisor. El uso de activos, por su parte, se centró en la utilización de reservas internacionales por parte del Fondo de Inversiones de Venezuela y la liquidación del Fondo de Compensación Cambiaria, cuyos recursos fueron entregados al fisco. La suma de estas fuentes de financiamiento excedió las necesidades de caja de los principales entes públicos durante el período traducándose en un aumento de sus de-

pósitos en el Banco Central, por Bs. 19.6 mil millones de bolívares. Estos recursos serán una fuente de financiamiento importante para el año 1988.

Para comprender el impacto de la gestión fiscal sobre la demanda agregada interna es importante analizar la evolución del gasto fiscal interno neto real. Ello se debe a que componentes importantes y variables de los ingresos y los gastos provienen o se realizan en el exterior. Al eliminarse las transacciones con el resto del mundo se puede obtener una idea de los recursos fiscales netos que inyectó el fisco a los agentes residentes. La Oficina Central de Presupuesto (OCEPRE) realiza esta estimación para el consolidado del gobierno general y el Fondo de Inversiones de Venezuela. Sin embargo, su metodología adolece, en nuestra opinión, de dos fallas. En primer lugar, utiliza la definición de las utilidades cambiarías basada en el costo histórico de las divisas. En segundo lugar, considera todos los impuestos pagados por

Petróleos de Venezuela como ingresos externos. Este segundo aspecto es un error, pues al devaluarse el dólar petrolero, PDVSA paga más impuestos, pero estos no provienen del exterior. Por el contrario, su origen es interno y lo pagan los residentes al comprar los dólares en el Banco Central a un precio mayor. Si se aumenta el dólar petrolero cae la utilidad cambiaría en el instituto emisor, pero se incrementa el impuesto que paga PDVSA. El impuesto que paga el resto del mundo no ha cambiado, pero en la metodología de OCEPRE se verificaría una caída de los ingresos internos.

El cálculo del componente interno de los impuestos petroleros se realiza en el Cuadro 11, y la estimación del Gasto Fiscal Interno Neto Ajustado (GINA) se presenta en el Cuadro 12. Los resultados muestran claramente el cambio en la política fiscal ocurrido en 1986. A precios de 1984, el GINA cayó a menos de la quinta parte entre 1982 y 1985, para luego crecer dos veces y media en los dos

CUADRO 11
VENEZUELA: CALCULO DEL COMPONENTE INTERNO
DEL IMPUESTO PETROLERO

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Exportaciones de petróleo (MMMUS\$)	15.7	13.9	14.8	12.9	7.2	8.4
Impuestos petroleros (MMMBs.)	49.2	40.5	60.6	62.1	42.9	67.3
Tasa implícita (Bs./US\$)	3.14	2.93	4.09	4.83	5.95	7.99
Tipo de cambio petrolero (Bs/US\$)	4.30	4.30	5.72	6.00	7.50	11.00
Tasa de impuesto (o/o)	73.1	68.1	71.6	80.5	79.3	72.6
Componente interno del impuesto petrolero (MMM/Bs.)	0.0	0.0	15.0	17.6	18.3	41.0

Nota: El componente interno del impuesto petrolero es igual a las exportaciones en dólares multiplicadas por la tasa de impuesto y por la diferencia entre el tipo de cambio petrolero y la antigua tasa de Bs.4.30 por US\$.

Fuente: Cálculos propios con base en datos del F.M.I. y del B.C.V.

CUADRO 12
VENEZUELA: CALCULO DEL GASTO FISCAL INTERNO
NETO 1982 – 1987

Conceptos	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Gasto fiscal total	154.7	147.6	150.3	163.7	199.6	294.3
— Menos gasto externo	35.3	51.7	47.5	46.6	48.9	80.9
Gasto fiscal interno	119.3	95.9	102.8	117.1	150.6	213.4
Ingreso interno OCEPRE	32.8	45.2	61.7	70.5	104.0	124.3
Gasto interno neto OCEPRE	86.5	50.8	41.1	46.6	46.7	89.1
Total ajustes	0.0	5.8	13.2	24.4	7.9	6.7
— Menos utilidad cambiaria	0.0	10.1	14.3	11.1	16.7	24.7
— Utilidad cambiaria ajustada	0.0	15.9	12.5	17.9	6.3	-9.6
— Impuesto interno PDVSA	0.0	0.0	15.0	17.6	18.3	41.0
Gasto interno neto ajustado	86.5	44.9	27.9	22.2	38.7	82.5
Deflactor implícito no petrolero	81.2	88.3	100.0	113.4	126.7	161.3
GINA a precios de 1984	106.5	50.9	27.9	19.6	30.6	51.1
PIB no petrolero nominal	265.7	272.4	303.9	355.8	425.9	559.0
PIB no petrolero real	327.3	308.6	303.9	313.7	336.0	346.6
GINA/PIB nominal (o/o)	32.6	16.5	9.2	6.3	9.1	14.8
Var. o/o PIB no petrolero		-5.7	-1.5	3.2	7.1	3.1

Fuente: Oficina Central de Presupuesto (OCEPRE) y cálculos propios.

años posteriores. Ello explica la aceleración del crecimiento observada en 1986 y la presión de demanda final notada en 1987. Paradójicamente, el GINA aumentó justo cuando el ingreso petrolero estaba colapsando, dejando como resultante el déficit del sector público analizado anteriormente. La aceleración inflacionaria ocurrida en 1987 puede explicarse alternativamente haciendo referencia a la evolución del GINA, en el contexto de una importante restricción externa.

B. Perspectivas para 1988

Las cifras disponibles apuntan hacia un incremento en la brecha fiscal du-

rante el año de 1988. Tal como lo muestra el Cuadro 8, el déficit previsto para 1988 se encuentra en el entorno de los Bs. 62 mil millones o 7.3% del producto. Esto representa un alza importante tanto en términos nominales como en proporción al PIB. De hecho, al tipo de cambio oficial, representa un déficit de más de US\$4.200 millones, casi el doble de los US\$2.300 millones del año 1987. Si suponemos un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de unos US\$1.800 millones, el superávit privado necesario para cuadrar las cuentas ahorro-inversión sería entonces de US\$2.400 millones, cifra superior en un 40% al monto del año anterior.

No todo este financiamiento provenirá del impuesto inflacionario. De hecho, en las estimaciones realizadas, esta fuente de transferencias de recursos al fisco podría representar menos de la tercera parte del déficit y una cifra menor, en términos nominales a la del año anterior. Ello se debe a que existen razones para que el sector privado genere un superávit financiero "voluntario". En primer lugar, debe amortizar deuda externa por US\$957 millones. En segundo lugar debe aumentar su capital de trabajo para financiar el mayor valor en bolívares de la importación. Estas dos operaciones no podrán ser financiadas internamente dado el congestionamiento financiero existente y obligarán a las empresas a generar superávits internos para atender estos requerimientos. Sin embargo, de acuerdo a los cálculos, será de todas formas necesario un impuesto inflacionario del orden de Bs. 18 mil millones (2.20/o del PIB).

En términos norminales, el financiamiento al sector público provendrá principalmente (Cuadro 10) de la uti-

lización de las reservas internacionales del Fondo de Inversiones de Venezuela (Bs. 16.4 mil millones), de la utilización de los depósitos de la Tesorería Nacional en el Banco Central (Bs. 17 mil millones), de la monetización de las pérdidas cambiarias que generará este año el Banco Central de Venezuela (Bs. 18.5 mil millones) y de los préstamos externos a obtenerse (Bs. 25 mil millones). El impacto monetario de esta forma de cubrir el déficit público será analizado en la próxima sección.

V. SITUACION MONETARIA

A. Evolución durante 1987

El año 1987 estuvo caracterizado por una importante represión financiera basada en la percepción generalizada de que las tasas de interés reales serían fuertemente negativas. En efecto, mientras que las tasas de interés nominales activas y pasivas se ubicaron en el 12.70/o y 9.00/o respectivamente, la inflación alcanzó el 40.30/o (ver Cuadro 13). Esta brecha puso una enorme presión en la de-

CUADRO 13
VENEZUELA: TASAS DE INTERES PROMEDIO
DE LA BANCA COMERCIAL

	1984	1985	1986	1987
ACTIVAS: Préstamos y descuentos				
Tasa nominal	15.3	12.7	12.7	12.7
Tasa real	-2.5	3.3	0.0	-19.7
PASIVAS: Depósitos a plazo fijo (90 días)				
Tasa Nominal	13.0	8.9	9.0	9.0
Tasa real	-4.5	-0.2	-3.3	-22.3

Fuente: B.C.V.

Nota: Se utilizó el Índice de Precios al Consumidor de 12 meses para calcular las tasas reales.

manda de crédito sobre los bancos. Por primera vez en la historia de Venezuela, la represión financiera fue lo suficientemente importante como para que apareciera un mercado paralelo de crédito con tasas entre 5 y 10 puntos por encima de las oficiales. Para el gran público depositante que no puede participar en ese mercado, las bajas tasas de interés oficiales desestimularon la tenencia de depósitos remunerados en bolívares.

En efecto, tal como se muestra en el Cuadro 14 y el Gráfico 2, el circulante fue el instrumento monetario que más aumentó (35.70% nominal), aunque lo hizo a una tasa menor que la inflación, produciendo una caída

en términos reales del 3.30%. Esta evolución se explica por la necesidad de disponer del circulante para realizar un mayor nivel de transacciones nominales. La caída del saldo real, a pesar de haber aumentado el PIB real, muestra las economías realizadas por el público en términos de su tenencia de caja, con el fin de evitar la pérdida de valor que origina la inflación sobre este instrumento.

El cuasidinero aumentó apenas en un 16.20% (-17.20% en términos reales), mostrando la reticencia del público a seguir manteniendo sus ahorros en este tipo de instrumento. De hecho, desde 1985, el cuasidinero ha estado creciendo a tasas sensiblemente

CUADRO 14
VENEZUELA: INDICADORES MONETARIOS 1983 - 1987

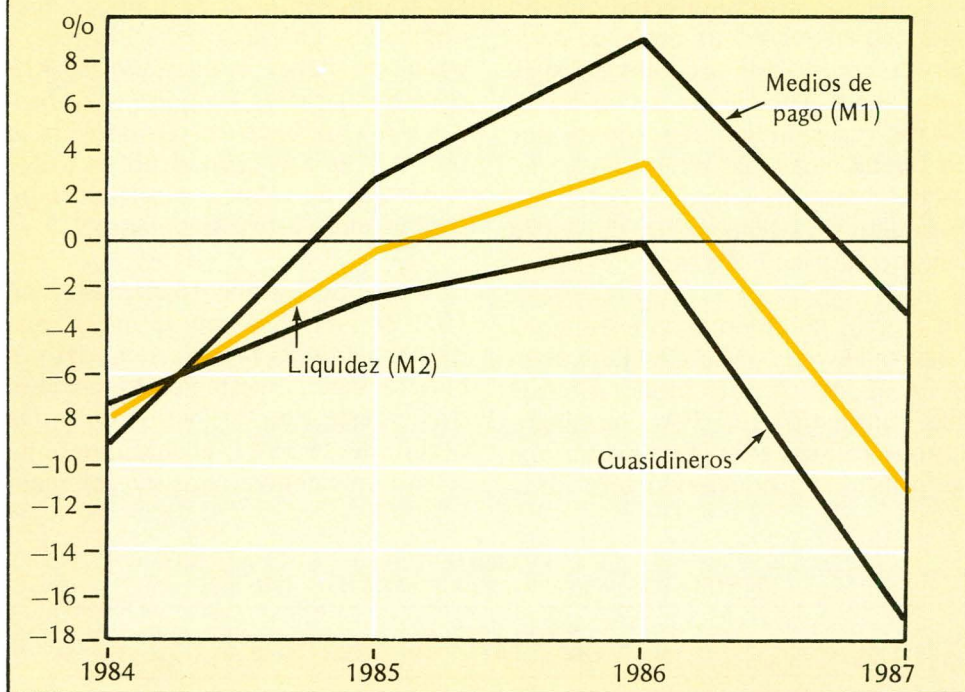
	Millones de Bolívares				Tasas de variación (0/o)				
	1983	1984	1985	1986	1987	84/83	85/84	86/85	87/86
I. LIQUIDEZ MONETARIA									
(M2)	163272	177567	192838	224931	279905	8.8	8.6	16.6	24.4
Circulante (M1)	64294	69100	77453	95150	129096	7.5	12.1	22.8	35.7
Cuasidinero	98978	108467	115385	129781	150809	9.6	6.4	12.5	16.2
II. BASE MONETARIA	39591	37980	46375	51047	62871	-4.3	22.4	10.1	23.2
Fuentes	39591	37890	46375	51047	62871	-4.3	22.4	10.1	23.2
Activos externos	48448	69048	77268	71578	93049	42.5	11.9	-7.4	30.0
Activos internos (a)	16658	24618	21431	23129	31363	47.8	-12.9	7.9	35.6
Financiamiento al gobierno									
en letras del tesoro	0	0	5044	5044	7959				
Pasivos no monetarios (b)	14953	36008	45000	24726	44891	140.8	25.0	-45.1	81.6
Capital pagado y reservas	10562	19768	12368	23978	24609	87.2	-37.4	93.9	2.6
Usos	39591	37890	46375	51047	62871	-4.3	22.4	10.1	23.2
Reservas bancarias totales	22784	20076	27146	28330	31742	-11.9	35.2	4.4	12.8
Depósitos especiales del público	2173	2809	3183	4118	6445	29.3	13.3	29.4	56.5
Efectivo en poder del público	14634	15005	16046	18599	24684	2.5	6.9	15.9	32.7
III. MULTIPLICADOR	4.12	4.69	4.16	4.41	4.45	13.6	-11.3	6.0	1.0
Coefficiente de preferencia del público por efectivo "C"	0.103	0.100	0.100	0.101	0.111	-2.5	-0.6	1.3	10.1
Coefficiente de reservas bancarias "r"	0.156	0.126	0.156	0.140	0.128	-19.2	24.4	10.4	-8.9

(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.

GRAFICO 2
VENEZUELA: VARIACION DE LOS SALDOS REALES
(Variaciones porcentuales)



te menores que el circulante, al tiempo que su valor real ha estado cayendo fuertemente. Esto apunta hacia una baja en los índices de monetización de la economía y hacia un incremento en la velocidad de circulación del dinero. Ello tiene como corolario un crecimiento del sistema financiero por debajo del ritmo de expansión de la economía y, por lo tanto implica una disminución del tamaño del sistema financiero como proporción del PIB.

Las captaciones globales de la banca comercial y del sistema financiero consolidado crecieron en 1987 al 29.30% y 22.20% respectivamente, cifras menores al crecimiento del PIB nominal. En términos reales cayeron 7.8 y 12.90% respectivamente (Cuadro 15).

Las colocaciones, por su parte, crecieron a tasas sustancialmente mayores que las captaciones. Para la banca y el sistema financiero consolidado dichas tasas fueron del 40.40% y 29.90%, respectivamente, en términos nominales. Esta expansión sólo pudo lograrse mediante la caída de las reservas bancarias por debajo del límite legal requerido y el incremento en la asistencia crediticia otorgada por el Banco Central. La diferencia entre los ritmos de crecimiento de captaciones y colocaciones no podrá mantenerse en 1988, dado el bajo coeficiente de reservas bancarias al cierre de 1987.

Las tasas reales negativas de interés también han estado afectando la distribución de los fondos entre los distintos intermediarios financieros. En

CUADRO 15
VENEZUELA: CAPTACIONES Y COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO
1985 - 1987

	Miles de Millones de Bolívares			Variación % nominal		Variación % real		Como % del PIB no petrolero		
	1985	1986	1987	86/85	87/86	86/85	87/86	1985	1986	1987
CAPTACIONES										
Banca comercial	132.4	165.8	214.4	25.2	29.3	11.1	-7.8	37.2	38.9	38.4
Banca hipotecaria	40.1	42.1	45.7	4.9	8.7	-6.9	-22.5	11.3	9.9	8.2
Sociedades financieras	22.6	29.0	35.4	28.5	22.2	14.0	-12.9	6.3	6.8	6.3
Empresa de ahorro y préstamo	32.4	35.2	36.9	8.9	4.7	-3.4	-25.4	9.1	8.3	6.6
Total Captaciones	227.4	272.1	332.4	19.7	22.2	6.1	-12.9	63.9	63.9	59.5
COLOCACIONES										
Banca comercial	97.8	133.9	188.1	36.9	40.4	21.4	0.1	27.5	31.4	33.6
Banca hipotecaria	39.5	42.3	46.8	7.2	10.7	-4.9	-21.1	11.1	9.9	8.4
Sociedades financieras	20.5	24.9	31.0	21.2	24.5	7.5	-11.2	5.8	5.8	5.5
Empresas de ahorro y préstamo	24.2	24.6	27.2	1.7	10.6	-9.8	-21.2	6.8	5.8	4.9
Total colocaciones	182.0	225.7	293.1	24.0	29.9	10.0	-7.4	51.2	53.0	52.4

Fuente: B.C.V.

efecto, la captación del sector hipotecario, constituido por la Banca Hipotecaria y las entidades de Ahorro y Préstamos, creció a tasas del 8.70% y 4.70% respectivamente, mientras que las Sociedades Financieras y la Banca Comercial crecieron al 22.20% y 29.30% (Cuadro 15). Ello indica que los entes dependientes de captación de recursos a plazo se están viendo adversamente afectados, tal como ocurre en los procesos inflacionarios con represión financiera.

A nivel de la base monetaria se registró un crecimiento del 23.20%, cifra esencialmente similar al incremento de la liquidez monetaria. Sin embargo, la demanda de dicha base no fue simétrica entre banca y público, creciendo la primera apenas en un 12.00% mientras que la segunda lo hizo en 32.70% (véase nuevamente el Cuadro 14). Este comportamiento,

no repetible en 1988 dada la caída en las reservas bancarias, refleja el traslado del impuesto inflacionario de la banca al público, al disminuir la primera al mínimo su tenencia de base monetaria.

Del lado de las fuentes, la expansión de base monetaria (Bs. 11.8 mil millones) se debió principalmente a la monetización de origen fiscal (21.5 mil millones), la cual fue parcialmente amortiguada por la pérdida de reservas internacionales (Cuadros 14 y 16).

La revalorización de reservas y la adquisición de títulos públicos por parte del Banco Central resultaron excesivas respecto de las necesidades de financiamiento del fisco y de Petróleos de Venezuela. Por lo tanto, estos entes acumularon pasivos no monetarios en el Banco Central, restringien-

CUADRO 16
VENEZUELA: EFECTO DEL DEFICIT PUBLICO
SOBRE LA BASE MONETARIA
 (Miles de millones de Bolívars)

	1987	1988
Disminución de pasivos monetarios	-19.6	7.6
— Tesorería Nacional	-9.0	17.0
— F.I.V.	-2.6	2.6
— Petróleos de Venezuela	-6.6	-16.0
— Otros	-1.4	4.0
Adquisición de títulos públicos	9.3	6.0
— Deuda pública nacional	6.3	6.0
— Letras del Tesoro	2.9	0.0
Ajuste por ganancias cambiarias	31.8	18.5
Expansión base monetaria de origen fiscal	21.5	32.1
Más aumento de reservas	-7.0	-16.8
Más financiamiento al resto de la economía	-2.7	0.0
Total variación de base monetaria	11.8	15.3

Fuente: Cuadros anteriores y cálculos del autor.

do así la expansión de la base monetaria. La Tesorería Nacional aumentó sus depósitos en Bs. 8.953 millones mientras que PDVSA lo hizo en Bs. 6.625 millones. Además, el Fondo de Inversiones de Venezuela, que vendió dólares al instituto emisor para mejorar las estadísticas de reservas internacionales del Banco Central, acumuló Bs. 2.636 millones en pasivos no monetarios. Este hecho será determinante en la evolución de la liquidez en 1988, pues para incrementar la base monetaria los organismos públicos antes mencionados sólo necesitan girar sobre sus cuantiosos fondos en depósito, limitando así el control que puede ejercer el instituto emisor sobre los agregados monetarios.

B. Perspectivas para 1988

La evolución de las variables monetarias en 1988 dependerá fundamentalmente de la magnitud de la monetización de origen fiscal menos la destrucción de liquidez originada por la pérdida de reservas internacionales. Las estimaciones (Cuadro 16) hechas de manera consistente con las fuentes de financiamiento del déficit público que aparecen en el Cuadro 10 apuntan hacia una expansión de la base monetaria de origen fiscal de cerca de Bs. 32 mil millones, cifra superior en casi un 50% al monto del año anterior. Sin embargo, la mayor pérdida de reservas a registrarse este año limitará el crecimiento de la ba-

CUADRO 17
VENEZUELA: CALCULO DE LA VARIACION DE LA
OFERTA MONETARIA (M2) PARA 1988

	1984	1985	1986	1987	1988
I. Variación de la base monetaria (MMMBs)	-1.7	8.5	4.7	11.8	15.3
II. Multiplicador (coeficientes)	4.686	4.158	4.406	4.452	4.414
A. Coeficiente de reservas	0.126	0.156	0.140	0.128	0.129
B. Preferencia por el efectivo	0.100	0.100	0.101	0.111	0.112
III. Variación liquidez monetaria (MMMBs)	14.3	15.3	32.1	55.0	65.1
A. Efecto base monetaria	-7.0	39.8	19.4	52.1	68.1
B. Efecto multiplicador	21.3	-24.5	12.7	2.9	-3.0
IV. Liquidez monetaria (MMMBs)	177.6	192.8	224.9	279.9	345.0
V. Liquidez a precios de 1984 (MMMBs de 1984)	177.6	176.8	182.9	162.3	150.0
VI. Crecimiento liquidez real (o/o)	0.1	-0.5	3.5	-11.3	-7.6
VII. Crecimiento PIB real (o/o)	-1.1	3.2	7.1	3.1	3.0
VIII. Componente del crecimiento de la liquidez no explicado por el crecimiento del PIB (o/o) (a)		3.7	3.6	14.4	10.6
IX. Elasticidad aparente de los saldos reales respecto de la inflación (o/o) (b)		40.2	28.4	35.7	35.2
X. Tasa de inflación puntual (o/o)	18.3	9.1	12.7	40.3	30.0
XI. Indice de precios 1984 = 100	100.0	109.1	123.0	172.5	230.0

(a) Suponiendo una elasticidad ingreso 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). Para 1988 se supuso el mismo valor que el de 1987, el cual resulta ser similar al promedio 1985-1986.

Nota: Se suponen los siguientes datos: la tasa de crecimiento del PIB, la variación de la base monetaria, los coeficientes que determinan el multiplicador y las elasticidades de la demanda de saldos reales respecto del ingreso y de la inflación. Con ello, se calcula la tasa de inflación, el índice de precios y los saldos reales.

Fuente: Cuadros anteriores y cálculos propios.

se monetaria a unos Bs. 15 mil millones.

Esta expansión de base unida a una posible caída del multiplicador bancario originado por la necesidad de los bancos de aumentar sus reservas de caja y a la mayor preferencia del público por el efectivo producirían una expansión de la liquidez en Bs.

65 mil millones (230/o). De materializarse un crecimiento real del 30/o y suponiendo una elasticidad ingreso unitaria de los saldos reales y una elasticidad frente a la tasa de inflación de -0.35 (cifra igual a la de 1987 y similar al promedio de 1985 y 1986), entonces esa meta monetaria sería consistente con una inflación del 300/o (ver Cuadro 17).

VI. EMPLEO Y SALARIOS

Las estadísticas del mercado de trabajo para 1987 indican mejoras sustanciales en la demanda de mano de obra (Cuadro 18), acompañadas de reducciones importantes en la remuneración real de los ocupados (Cuadro 19). En efecto, la ocupación se incrementó en 307.6 mil personas, frente a una expansión de la fuerza de trabajo de apenas 214.5 mil per-

sonas permitiendo así una reducción de la tasa de desempleo de 10.3% al 8.5%.

Esta evolución se debió principalmente a la actividad del sector privado moderno, el cual generó 326.9 mil empleos. El sector público apenas creció en 29.8 mil empleos, mientras que el sector informal se contrajo en 49.1 mil personas. Esta recuperación sigue el impulso inicial

CUADRO 18
VENEZUELA: INDICADORES DEL MERCADO LABORAL
1985 - 1987 (a)

	1985	1986	1987
I. Variaciones absolutas en miles de personas			
A. Fuerza de trabajo	202.6	188.3	214.5
B. Ocupación	248.5	276.6	307.6
de lo cual: Sub-empleo visible (b)	-191.5	-31.8	-11.5
1. Sector moderno	287.2	230.1	356.7
a) Privado	316.0	217.9	326.9
b) Público	-28.8	12.2	29.8
2. Sector informal	-38.7	46.5	-49.1
C. Desocupación	-45.9	-88.3	-93.1
II. Estructura de la fuerza de trabajo (Porcentajes del total)			
A. Sector moderno	69.6	70.8	73.7
1. Público	18.0	17.6	17.4
2. Privado	51.5	53.2	56.3
B. Sector informal	18.3	18.9	17.8
C. Tasa de desocupación	12.1	10.3	8.5
III. Estructura por edad de la desocupación (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. 45-64	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.

(b) El subempleo visible está definido por el número de personas que hayan trabajado menos de treinta horas mensuales.

Fuente: Encuesta de Hogares por muestreo, OCEI.

CUADRO 19
VENEZUELA: EVOLUCION DE LOS INGRESOS AL TRABAJO
1985 – 1987
(Bolívares mensuales y tasas de variación)

Ingresos mensuales promedio	1985	1986	1987
Empleados y obreros			
Nominal	2234	2474	2991
Variación (o/o)		10.7	20.9
A precios de 1985	2234	2217	2092
Variación (o/o)		-0.8	-5.6
Trabajadores por cuenta propia			
Nominal	1998	2068	2506
Variación (o/o)		3.5	21.2
A precios de 1985	1998	1853	1753
Variación (o/o)		-7.3	-5.4

Fuente: Encuesta de Hogares por Muestreo, OCEI.

mostrado en el año 1986, en el cual la participación del sector privado moderno avanzó significativamente dentro de la estructura global de utilización de la fuerza de trabajo.

El desempleo se ha reducido en todas las edades, aunque el grueso de la desocupación se encuentra en los jóvenes. La tasa de desempleo promedio para los mayores de 25 años se acerca al 40/o, cifra que corrobora las afirmaciones hechas por diversos voceros en el sentido de que están aumentando las dificultades de obtener mano de obra calificada. El subempleo visible ha disminuido drásticamente para ubicarse en el 1.50/o de la fuerza de trabajo.

En términos sectoriales, las actividades líderes en generación de empleo fueron la manufactura (10.30/o) la construcción (10.10/o), el transporte (7.00/o), y los servicios comunales privados (9.50/o) dada una ex-

pansión global del empleo del 5.60/o. El sector agrícola disminuyó sus efectivos (-0.30/o) a pesar de haber aumentado su producción, lo que implica una evolución favorable de la productividad.

Las remuneraciones al trabajo crecieron nominalmente mucho más que en 1986, en parte reflejando las medidas de aumento salarial adoptadas por el ejecutivo, pero también evidenciando las mayores expectativas inflacionarias y las tensiones crecientes en el mercado laboral. Las remuneraciones reales cayeron cerca del 50/o, tanto para empleados y obreros como para trabajadores por cuenta propia.

Para 1988 se puede esperar que siga en alza la demanda de mano de obra, impulsada por el cambio en los precios relativos y por la presión de demanda que origina la gestión fiscal. Sin embargo, es de esperarse que da-

das las menores tasas de desempleo, los salarios nominales muestren un mayor dinamismo, acentuando así las presiones inflacionarias.

VII. PRECIOS

A. Evolución durante 1987

Como ya dijéramos anteriormente, los precios subieron a un ritmo récord en 1987, en parte debido a la devaluación del 6 de diciembre, pero reflejando sobre todo el exceso de demanda interna, dada la restricción externa. En términos generales, los precios de los bienes transables aumentaron más que los de los no transables, aunque esto en parte refleja los retrasos en el ajuste de precios de

los servicios públicos, pues construcción y comercio aumentaron sus precios a un ritmo mayor al del PIB no petrolero y apenas menor al de los transables (Cuadro 20).

Hacia principios de año, la inflación se evidenció en el índice de precios al por mayor de productos importados. En el segundo trimestre eran los productos nacionales al por mayor los que exhibían las más altas tasas de inflación. En el tercer trimestre llegaron las alzas de precios al consumidor, impulsadas, en primer lugar, por alimentos, y dentro de este rubro, por frutas, legumbres y hortalizas. Vestido y calzado, otro renglón transable, aumentó sus precios en promedio un 26.70%, mientras que los de-

CUADRO 20
VENEZUELA: DEFLACTORES IMPLICITOS DEL PIB
POR CLASE DE ACTIVIDAD ECONOMICA

	1984	1985	1986	1987	85/84 %	86/85 %	87/86 %
PETROLEO, GAS Y REFINACION	100.0	100.3	68.6	132.1	0.3	-31.6	92.6
TOTAL PIB NO PETROLERO	100.0	113.4	126.7	161.3	13.4	11.8	27.3
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	100.0	115.6	128.7	173.3	15.6	11.4	34.6
Minería	100.0	100.3	129.5	191.9	0.3	29.1	48.2
Manufacturera	100.0	113.9	132.4	176.8	13.9	16.2	33.6
Electricidad y agua	100.0	109.1	108.3	108.9	9.1	-0.8	0.6
Construcción	100.0	111.5	121.5	155.5	11.5	9.8	28.0
Comercio, restaurantes y hoteles	100.0	125.8	142.2	188.8	25.8	13.1	32.8
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	100.0	109.8	124.7	153.2	9.8	13.6	22.8
Productores de servicios de la administración pública	100.0	112.5	124.8	150.1	12.5	11.0	20.3
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y otros	100.0	107.3	114.3	134.3	7.3	6.5	17.5
— Menos servicios imputados a instituciones financieras	100.0	109.6	112.7	139.5	9.6	2.8	23.8
Servicios sociales comunales y personales	100.0	105.6	114.5	143.4	5.6	6.4	25.2

Fuente: B.C.V.

más rubros, donde dominan los servicios públicos y otros bienes no transables, aumentaron sus precios menos que el promedio (Cuadro 21).

En el primer trimestre de 1988 el índice de precios mostró un movimiento levemente negativo debido a las importantes caídas registradas en los índices de precios de frutas, verduras, hortalizas, pollos, huevos y carnes, reflejando fenómenos estacionales, reacciones de la oferta al mejoramiento de los precios relativos de esos productos ocurrido el año anterior y a la adopción de una política de abastecimiento externo para la carne de res. Sin embargo, en promedio, los demás precios de la cesta

del consumidor han estado creciendo al ritmo del 1.80/o mensual (240/o anual).

VIII. ALGUNAS CONCLUSIONES

La presencia de los "déficit gemelos" externo y fiscal, originada por la caída de los ingresos petroleros y el aumento en el gasto interno, aparece como la variable clave determinando una evolución macroeconómica que acelera la inflación y profundiza la inestabilidad financiera. Las políticas dirigidas a mejorar esta situación deben partir de la revisión de los ingresos y gastos del sector público. El servicio neto de la deuda externa se mantiene a niveles insoste-

CUADRO 21
VENEZUELA: RESUMEN DE INDICADORES DE PRECIOS
(Variación porcentual promedio)

	1985	1986	1987
PRECIOS AL CONSUMIDOR			
Indice general	11.4	11.6	28.1
Alimentos, bebidas y tabaco	22.4	19.2	41.5
Vestido y calzado	4.9	10.4	26.7
Gastos del hogar	4.2	4.8	19.4
Gastos diversos	8.7	9.6	20.1
PRECIOS AL POR MAYOR			
Indice General	15.2	16.9	45.7
Productos nacionales	15.4	16.5	37.8
Productos importados	14.8	18.4	66.2
PRECIOS AL PRODUCTOR			
Productos agrícolas	14.2	15.9	27.8
Productos manufactureros	15.9	11.4	39.5
PRECIOS DE LA CONSTRUCCION			
Precios al productor	11.3	9.3	30.3
Precios al mayorista	16.9	7.3	28.5

Fuente: B.C.V.

nibles, pues no sólo está siendo financiado con una pérdida acelerada de reservas internacionales sino que además, los nuevos recursos son a muy corto plazo o mucho más caros. Los subsidios implícitos a la electricidad y la gasolina no sólo son cuantiosos sino que además empeoran la distribución del ingreso, al tratarse de bienes superiores. Las expansiones previstas en las inversiones eléctricas y de aluminio no han sido sometidas a una prueba de su rentabilidad social. La estructura de impuestos del país es arcaica y no ha sido reformada durante todo el proceso de ajuste que arrancó en 1983. La devaluación ha sustituido al impuesto sobre la renta como mecanismo para extraer

recursos de la economía no petrolera. Se impone una reforma tributaria que aumente la autonomía de las cuentas fiscales respecto de la evolución caprichosa de las variables internacionales. Además, el financiamiento interno del déficit fiscal mediante mecanismos no inflacionarios requiere un alza en las tasas reales de interés. Esto a su vez, estimularía la demanda de cuasidineros, la cual está colapsando en términos reales. De no tomarse medidas en estos campos, el país no podrá evitar otro ciclo de maxidevaluaciones con aceleraciones inflacionarias. La economía venezolana tantas veces apodada de saudita, corre el serio riesgo de volverse latinoamericana.