

# BALANCE 1997, PERSPECTIVAS 1998

Miguel Ignacio Purroy

- *Para el gobierno, el balance de 1997 ha sido positivo, porque la economía ha crecido, el tipo de cambio se ha mantenido estable, las reservas internacionales han aumentado, la gestión fiscal ha cerrado con superávit y la inflación ha disminuido.*
- *Una mirada más acuciosa, sin embargo, no sustenta esa visión positiva. La gestión fiscal no ha sido disciplinada, no sólo porque se ha gastado bastante más de lo presupuestado, cosa nada inusual en nuestro país, sino porque se ha desbocado el aumento de las remuneraciones del personal público. Después de un año 1996 caracterizado por la mesura fiscal, en 1997 se ha vuelto a la costumbre de derrochar la bonanza petrolera.*
- *La prueba fehaciente de la indisciplina fiscal ha sido la incapacidad de reducir la inflación. Proclamar el "éxito" de que se ha bajado de 103 a 38 por ciento es manipular la opinión pública, puesto que la comparación debe hacerse con el segundo semestre de 1996, cuando la tasa de inflación mensual estuvo descendiendo consistentemente. Lamentablemente, a partir de abril del año pasado la tendencia descendente se quebró y volvimos a niveles que no son compatibles con un programa serio de estabilización.*
- *1998 arranca con nubarrones en el horizonte, que tienen que ver con las secuelas de la crisis asiática, la caída del precio de petróleo y las expectativas de devaluación del bolívar. Pero no será este año en curso mucho mejor ni mucho peor que el pasado. Aun cuando las cuentas externas y las cuentas fiscales se deteriorarán, no lo harán lo suficiente como para impedir que la economía crezca moderadamente al igual que en 1997. La revaluación del bolívar y tasas de interés todavía reales negativas continuarán incentivando el consumo privado y, en menor grado, la inversión.*

Miguel Ignacio Purroy es economista

## BALANCE 1997

### REACTIVACIÓN DE LA ECONOMÍA

Se han cumplido las expectativas de reactivación económica que expresáramos hace un año. El año ha cerrado con una tasa de crecimiento de 5,1 por ciento, que no está mal para un país deprimido por cuatro años de contracción económica (ver Cuadro I). Nuevamente la actividad petrolera ha asumido el liderazgo con un incremento de 8,8 por ciento. Ha habido, por un lado, una mayor demanda internacional de crudos y, por otro lado, una buena respuesta productiva de PDVSA para atender esa demanda. Pero lo interesante del crecimiento de 1997 es que no se ha basado exclusivamente en el dinamismo del sector petrolero, sino que, por primera vez en varios años, todas las ramas de actividad no petrolera también han crecido. El conjunto de las actividades no petroleras han crecido 3,3 por ciento, después de una caída de 2,8 por ciento en 1996. Como consecuencia de la reactivación económica, el desempleo abierto se redujo de 12,4 por ciento a fines de 1996 a 11,1 por ciento en el segundo semestre de 1997. La mayor reducción del desempleo ha tenido lugar en el sector de la construcción. La expansión ha estado concentrada en lo que se denominan actividades "no transables", es decir, aquellas que no son susceptibles de ser comercializadas con el exterior, cosa que suele suceder cuando el tipo de cambio se aprecia. Rubros típicos no transables son la construcción, que ha crecido 12,6 por ciento, y los servicios como hotelería, restaurantes y comercio, que han crecido 5 por ciento.

Como consecuencia del mayor poder adquisitivo, la demanda de

consumo final de los hogares y del gobierno ha crecido 3,2 por ciento, frente a un descenso de 4,5 por ciento el año anterior (ver Cuadro II). Ya el sólo hecho del anuncio de la reforma de las prestaciones sociales y de la promesa de aumentos salariales en marzo hizo que la propensión al gasto aumentara. Luego vino efectivamente el ajuste del salario mínimo a Bs. 75.000, el comienzo del pago de los pasivos laborales y los aumentos de sueldos públicos y privados. Quienes han tenido acceso al crédito para financiamiento del consumo han hecho uso generoso de él para comprar vehículos, electrodomésticos, muebles, etc., en vista de que las tasas de interés han sido inferiores a la inflación y de que la estabilidad del tipo de cambio ha hecho muy atractivo el precio de los bienes con alto componente importado.

Pero también el gasto con fines de inversión ha tenido un repunte importante de 19 por ciento, el primer año de crecimiento en un lustro. Aparte de las inversiones públicas y privadas en el negocio petrolero, el espectacular crecimiento de la inversión privada de 33,1 por ciento se ha concentrado principalmente en la construcción y en la adquisición de vehículos, ambos relacionados con la solidez del bolívar y la mejoría salarial. Además del consumo y de la inversión, la tercera fuente de crecimiento de la demanda agregada ha sido la demanda externa, ya que el efecto expansivo del crecimiento de las exportaciones ha superado el efecto del crecimiento de las importaciones.

### UN SEGUNDO AÑO DE BONANZA PETROLERA

El comportamiento de la balan-

**CUADRO I: CRECIMIENTO DEL PIB 1994-1997** (en %)

	1994	1995	1996	1997
PIB TOTAL	(2.8)	3.4	(0.4)	5.1
SECTOR PETROLERO	4.6	7.1	7.7	8.8
SECTOR NO PETROLERO	<b>(4.5)</b>	<b>1.7</b>	<b>(2.8)</b>	<b>3.3</b>
- Agricultura	1.9	(0.6)	0.3	-
- Manufactura	(4.8)	6.5	(4.8)	2.6
- Construcción	(26.3)	(11.4)	1.9	12.6
- Comercio, Rest., Hotel.	(5.9)	(3.5)	(11.0)	5.0
- Otros Servicios	0.0	1.9	(1.0)	1.8

**CUADRO II: DEMANDA AGREGADA 1994-1997** (Crecimiento en %)

	1994	1995	1996	1997
DEMANDA AGREGADA TOTAL	(2.9)	3.7	(0.4)	5.1
DEMANDA INTERNA (1)	<b>(10.1)</b>	<b>6.6</b>	<b>(5.8)</b>	<b>5.4</b>
CONSUMO FINAL	<b>(4.0)</b>	<b>1.2</b>	<b>(4.5)</b>	<b>3.2</b>
- Público	(5.9)	2.6	(7.6)	2.0
- Privado	(3.2)	0.9	(3.9)	3.4
INVERSIÓN	<b>(25.4)</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(7.2)</b>	<b>19.0</b>
- Pública	(24.0)	11.6	(1.0)	12.1
- Privada	(23.3)	(18.3)	(17.8)	33.1
DEMANDA EXTERNA (2)	38.3	(9.7)	13.9	3.6

\* Cifras en **(negrita)** expresan montos negativos.

(1) Incluye variación de existencias

(2) Saldo de exportaciones menos importaciones

Fuente: BCV, 1996: Cifras Preliminares

**CUADRO III: BALANZA DE PAGOS** (millones de dólares)

	1994	1995	1996	1997
CUENTA CORRIENTE	<b>2,450</b>	<b>2,255</b>	<b>8,824</b>	<b>5,867</b>
Exportaciones FOB	<b>15,686</b>	<b>18,630</b>	<b>23,400</b>	<b>23,711</b>
Petróleo, gas	11,288	13,531	18,100	18,331
Otras	4,398	5,099	5,300	5,380
Importaciones FOB	(8,090)	(11,447)	(9,810)	(12,311)
Servicios (saldo neto)	(5,146)	(4,928)	(4,766)	(5,533)
CUENTA CAPITAL	(3,074)	(2,807)	(2,224)	(1,261)
ERRORES, OMISIONES, AJUST	(335)	(594)	(75)	(1,488)
SALDO BALANZA DE PAGOS	(959)	(1,146)	6,525	3,118
Reservas Internacionales (BCV)	11,507	9,723	15,230	17,303

za de pagos externa ha sido mejor del esperado, una vez más gracias a las sorpresas que nos depara el petróleo. Se estima que la cuenta corriente cerrará con un superávit de casi 6.000 millones de dólares, que, aun cuando es inferior al de 1996, sigue siendo una cifra envidiable para cualquier país latinoamericano (ver Cuadro III). Las exportaciones petroleras mantuvieron el nivel de 1996, a pesar de que el promedio del precio por barril descendió de 18,40 \$ en 1996 a 16,50

\$ en 1997; pero los volúmenes de exportación aumentaron en más de 300.000 barriles diarios. Venezuela aprovechó el buen nivel de demanda de hidrocarburos de una economía mundial en expansión y el *impasse* de Irak con las Naciones Unidas. Digno de mención es también el comportamiento de las exportaciones no petroleras, que también se incrementaron a pesar de la revaluación del bolívar. Ello indica una combinación de dos cosas: primero, que la revaluación del bolí-

var no puede calificarse todavía de "sobreevaluación" y, segundo, que muchas de nuestras exportaciones tienen sólidas ventajas competitivas, como para no necesitar de la muleta de un tipo de cambio devaluado.

Lo que sí era plenamente esperable es el repunte de las importaciones de mercancías, que han crecido 25 por ciento respecto al año anterior. Este mayor volumen de importaciones se debe, por un lado, a la reactivación general de la economía, que ha demandado más bienes de toda clase. Por otro lado, al mantenerse el tipo de cambio muy por debajo de la inflación, los productos importados se hacen cada vez más atractivos en precio, de tal forma que buena parte de la nueva demanda se orienta preferentemente hacia productos con alto componente importado. Más bien lo que llama la atención es que el incremento de las importaciones no haya sido mayor después de 18 meses de cuasi-estancamiento del tipo de cambio. La explicación del rezago en el incremento hay que buscarla en la escasa capacidad adquisitiva de la población, que recién a mediados de 1997 es cuando notó en su bolsillo la mejoría salarial.

También la cuenta que registra las entradas y salidas de capital ha mostrado un saldo más favorable que en 1996 (1.261 millones de dólares frente 2.224 millones en 1996). Esta es una cuenta que típicamente arroja saldos negativos, por ser tradicionalmente el sector privado venezolano un exportador neto de capitales. La salida neta de capital privado de corto plazo ha sido de cerca de 3.000 millones de dólares. Lo verdaderamente positivo ha sido el considerable monto alcanzado por la inversión extranjera directa (4.346 millones de dólares), cuyos dos principales componentes han sido las inversiones en el proceso de apertura petrolera y las inversiones en bancos y compañías de seguros. Sólo la tercera ronda de licitaciones de campos marginales permitió recaudar una pri-

**CUADRO IV: GESTIÓN FINANCIERA DEL GOBIERNO CENTRAL (Porcentajes del PIB)**

	1994	1995	1996	1997
<b>INGRESOS</b>	17.2	15.7	20.3	23.5
Petroleros (1)	8.8	7.9	12.3	14.5
No Petroleros	<b>8.4</b>	<b>7.8</b>	<b>8.0</b>	<b>9.0</b>
Impuesto s. la Renta	2.3	2.3	1.9	1.9
Impuesto a las Ventas	2.0	3.2	4.0	4.7
Aduanas	1.6	1.5	1.5	1.6
Otros	2.5	0.8	0.6	0.8
<b>GASTOS</b>	24.0	20.5	19.4	21.7
<b>Corrientes</b>	<b>14.8</b>	<b>15.1</b>	<b>15.2</b>	<b>17.0</b>
Remuneraciones pers.	4.2	3.6	3.0	3.8
Bienes y Servicios	0.9	0.9	0.6	0.6
Intereses Deuda Públ.	4.0	4.5	4.1	2.4
Transferencias y subsidios	5.7	6.1	7.5	10.2
Gastos de Capital y Prést.	3.8	4.3	2.9	4.3
Pérdida del BCV	2.0	1.1	0.6	0.4
Asistencia a FOGADE	3.4	0.0	0.7	0.0
<b>SUPERAVIT / DEFICIT (negrita)</b>	<b>(6.8)</b>	<b>(4.8)</b>	0.9	1.8

(1) Incluye dividendos de PDVSA y renta de derivados de petróleo

Fuente: BCV, 1996: Cifras Preliminares

ma superior a los 2.000 millones de dólares.

El saldo positivo global de la balanza de pagos ha permitido que las reservas internacionales se hayan ubicado en un nivel cercano a los 17.300 millones de dólares, 2.000 millones más que al cierre de 1996. Este monto podía haber llegado a cerca de los 19.000 millones de no ser por el deliberado uso de la venta de dólares en el mercado cambiario durante el mes de diciembre con el objeto de drenar liquidez en bolívares.

### **POCA DISCIPLINA FISCAL**

Así como en el balance de 1996 le otorgamos una buena calificación al gobierno por su gestión fiscal, esta vez nos toca reprobarlo. Aparentemente, dos años seguidos de vacas gordas es demasiado tiempo para que un gobierno se mantenga sobrio y disciplinado. No solamente se ha gastado más de lo presupuestado originalmente, sino que se ha gastado en exceso. Casi nada se ha avanzado en la reforma del Estado. Es cierto que ha habido ingresos suficientes y que se ha terminado el año con un superávit en las cuentas fiscales del gobierno central incluso mayor que el al-

canzado en 1996 (1,8 por ciento frente a 0,9 por ciento el año anterior; ver Cuadro IV). Pero este superávit no debe engañarnos, ya que lo importante es medirlo respecto a lo que debería de haber sido una gestión sensata. Tenía que haber sido bastante mayor el superávit para no terminar con una tasa de inflación el doble de la que era razonablemente alcanzable. Y tenía que haber sido mayor también el ahorro para enfrentar las vacas flacas que probablemente duren todo este año y el próximo. Pero sucede que frente al Ministerio de Hacienda ha estado un hombre como Luis Raúl Matos, con una mano izquierda mucho más desarrollada que la derecha, político hasta su más íntima fibra, muy amigo de AD y de sus sindicatos.

El gasto aprobado de 1997 ha superado en casi 40 por ciento el monto presupuestado originalmente, es decir, que el presupuesto ha pasado de 7,8 a 10,7 billones de bolívares. Y si comparamos el gasto desembolsado ("base caja") de 1997 con el de 1996, el incremento ha sido de casi 70 por ciento, que, si le descontamos la inflación del año, representa un crecimiento real de más de 30 por ciento. Realmente

un aumento excesivo e incomprensible en un país que supuestamente todavía estaba aplicando un programa de estabilización de la inflación.

Recursos ha habido suficientes. Como los bolívares de hoy valen menos que los de hace un año, es necesario hacer la comparación en base al tamaño de la economía, es decir, como proporción del Producto Interno Bruto (PIB). Tal como se observa en el cuadro IV, los ingresos fiscales del gobierno central en 1997 han superado en más de 3 puntos del PIB a los de 1996. Y si comparamos 1997 con 1995, el aumento ha sido de casi 8 por ciento del PIB. Dos tercios del incremento de 1997 han provenidos del petróleo, y el resto de la tributación no petrolera. Buena parte del aumento del ingreso fiscal petrolero ha provenido de los dividendos (ganancias) de PDVSA, que han ascendido a un billón de bolívares (1 por ciento del PIB). El aumento de los ingresos no petroleros se ha debido principalmente a la mayor recaudación del impuesto a las ventas, que ha disfrutado durante todo el año de la nueva alícuota de 16,5 por ciento aprobada a mediados de 1996.

El gasto fiscal ha pasado de 19,4 a 21,7 por ciento del PIB. Éste pareciera ser un aumento moderado, pero no lo es. Si tenemos en cuenta la reducción en el servicio de intereses de la deuda pública (gracias a la caída de las tasas de interés), el gasto corriente ha aumentado en 3,5 puntos del PIB, la cual es una proporción superior a la mejoría de los ingresos. El componente más importante de la explosión del gasto ha estado relacionado con la revisión de los salarios de los empleados públicos y con la seguridad social. Por un lado, el gasto de remuneraciones de empleados de la administración central ha pasado de 3 a 3,8 por ciento del PIB entre 1996 y 1997 y, por otro lado, las transferencias y subsidios a la administración pública descentralizada (gubernaciones, municipios, IVSS, etc.) han pasado de 7,5 a 10,2

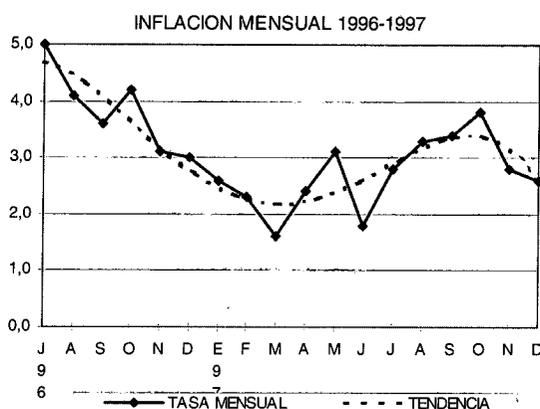
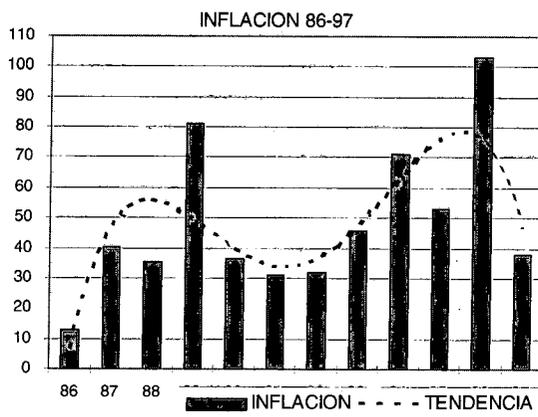
por ciento del PIB. La mayor parte de este gasto descentralizado se destina a remuneraciones y pensiones. Nótese, de paso, el peso que está representando esta partida destinada a los entes descentralizados dentro del presupuesto del gobierno central.

El gobierno, en especial su titular de Hacienda, manejó de forma irresponsable la negociación de los aumentos salariales. Estaba previsto que el aumento salarial promedio de los empleados públicos se ubicara alrededor del 70 por ciento, pero al final ha estado cercano al 120 por ciento. En algunos casos, el gobierno se adelantó a ofrecer más de lo que los gremios se habían fijado como meta. Similar "manirrotismo" con fines políticos se ha notado en los recursos adicionales otorgados a gobernaciones y alcaldías, cuyas transferencias se han incrementado en 130 por ciento respecto a 1996. Otra cosa hubiera sido si el aumento de las remuneraciones hubiera venido acompañado de reformas para mejorar la eficiencia de los funcionarios.

En relación a los programas sociales, el gasto ha disminuido con respecto a 1996. El gasto de inversión (capital y préstamos) ha recuperado el nivel que tenía en 1995. Muy poca de esta inversión, sin embargo, es realizada por el gobierno central (apenas un 0,5 por ciento del PIB), ya que dos tercios de ese monto van a los entes regionales a través del situado constitucional y de la ley de asignaciones especiales, y un cuarto son préstamos concedidos a las empresas públicas. Se han estado haciendo en 1997 una serie de gastos necesarios e impostergables de mantenimiento de obras de infraestructura.

### UN DESEMPEÑO INFLACIONARIO DECEPCIONANTE

La prueba última de que la gestión fiscal ha sido manirrota ha sido la tasa de inflación. Entre fin de 1996 y fin de 1997 (inflación "puntual"), el índice de precios al consumidor



ha subido 37,6 por ciento. En promedio de todo el año (inflación "promedio"), la inflación de 1997 ha sido un 50 por ciento, 20 puntos porcentuales por arriba de la meta fijada entre el gobierno y el FMI. Es verdaderamente desvergonzada la fanfarria oficial que proclama como éxito la reducción de la inflación de 103 a 37,6 por ciento. Ya son dos años consecutivos con la inflación más alta de toda Latinoamérica. Es inaudito y muy preocupante que consideremos exitosa una inflación de casi 40 por ciento. Es como si Venezuela se hubiera resignado a vivir por siempre con ese nivel de inflación. Si el lector observa el gráfico "Inflación 86-97", verá que llevamos ya diez años sin poder bajar del piso de 30-40 por ciento de inflación. No nos vamos a poner a disertar aquí sobre los efectos perniciosos de la inflación, pero no cabe duda de su responsabilidad en el deterioro de la situación social y en la caída de la inversión. Claudicar frente a este fenó-

meno de inflación crónica es una de las cosas más graves que le pueden suceder a Venezuela.

Quizás más preocupante todavía que la misma cifra de inflación ha sido su evolución mensual. En el gráfico "Inflación Mensual 1996-1997" se aprecia claramente a partir de abril el quiebre de la tendencia descendente que venía mostrando el indicador desde mediados del año anterior. Aunque más lentamente que lo deseable, el programa de reducción de la inflación acordado con el FMI en Abril de 1996 venía dando sus frutos. Bastó el relajamiento fiscal para que la tasa mensual de inflación retornara a niveles de 3 por ciento y más. Lo lamentable de este quiebre de tendencia es que el programa de estabilización se abandonó antes de que rindiera sus frutos, con lo cual se hace ahora prácticamente imposible retomarlo de forma creíble. En estas cosas, las expectativas del público y la credibilidad del gobierno son verdaderamente cruciales.

¿Causas de la inflación? El BCV y el gobierno nos explican que la inflación se ha debido al mayor poder adquisitivo en manos de la población, a los ajustes de tarifas de servicios públicos y a la mayor disponibilidad de crédito bancario. La verdadera explicación de la inflación, sin embargo, hay que buscarla en la cantidad de dinero que el gasto público ha inyectado en la economía. Los comerciantes o industriales pueden decretar cualquier aumento de precios, pero si los hogares no tienen dinero para pagar esos aumentos, la demanda de esos bienes y servicios caerá, y los aumentos de precios no se materializarán finalmente.

En el caso venezolano, lo importante no es tanto el déficit o superávit "global" de las finanzas públicas, sino el déficit o superávit "interno", es decir, la diferencia entre los ingresos recaudados de la actividad económica interna y los gastos hechos en la economía interna. En 1997, el déficit interno (no petrolero) del sector público ha sido de 9,3 por ciento. Eso quiere decir

que más de 9 billones del gasto interno han sido financiados con recursos provenientes de una actividad externa (exportaciones de petróleo). Ése es un financiamiento que crea dinero nuevo, puesto que son dólares que PDVSA le entrega al BCV y que éste paga con creación de bolívares. Con esos bolívares, PDVSA paga sus impuestos y dividendos al Fisco, y éste los gasta internamente. En consecuencia, cuanto mayor es el déficit "interno", mayor es el efecto monetario expansivo de la gestión fiscal. Visto desde este punto de vista, la gestión fiscal de 1997 ha sido fuertemente inflacionaria, a pesar de que se haya alcanzado un superávit global del 2 por ciento del PIB.

Esta gestión fiscal expansiva explica que tanto la base monetaria como la liquidez monetaria M2 se hayan incrementado nominalmente en aproximadamente 70 por ciento durante 1997, lo cual equivale a un crecimiento real superior al 30 por ciento. La reactivación del sistema financiero ha contribuido también a la expansión de la liquidez. Las bajas tasas de interés y la reactivación económica general se han reflejado en una considerable expansión del crédito bancario, que bien pudiera haber crecido más de 120 por ciento en el transcurso del año. Especialmente vigoroso ha sido el crecimiento del crédito al consumo (tarjetas de crédito, financiamiento de vehículos, etc.). Se ha consolidado así la tendencia a la recuperación de la intermediación financiera, que se inició en el segundo semestre de 1996. Éstas son buenas noticias para la actividad financiera, pero no cabe duda de que la expansión del crédito ha constituido un impulso adicional para la inflación. Ahora bien, este fenómeno no es más que el reflejo de un modelo de estabilización macroeconómica basado en el anclaje del tipo de cambio, en tasas de interés reales negativas y en la expansión del gasto público.

*1998 ha arrancado con nubarrones en el horizonte. Hay nerviosismos en el mercado cambiario, preocupa la crisis asiática y sus efectos sobre la bolsa de valores, preocupa el impacto fiscal de la caída de los precios del petróleo, preocupan los rumores sobre una devaluación de la moneda, el panorama político-electoral no está nada claro. Intentaremos evaluar a continuación los principales elementos que gravitarán sobre el acontecer económico venezolano durante este año.*

### **LA CRISIS ASIÁTICA Y SUS REPERCUSIONES**

El último trimestre de 1997 ha sido testigo de una gran turbulencia en los mercados financieros mundiales. El desencadenante fueron los ataques especulativos contra las monedas de varios países asiáticos (Tailandia, Malasia, Indonesia, Hong Kong, Corea del Sur, etc.). Los inversionistas consideraron que esos países tenían déficit excesivos en sus cuentas corrientes, los cuales estaban siendo financiados con endeudamiento de corto plazo. Al empezar a devaluarse las monedas y al no estar dispuestos los prestamistas internacionales a renovar las líneas de crédito, la desconfianza se centró en los bancos locales, puesto que se sabía que iban a sufrir importantes pérdidas por créditos morosos o incobrables. La retirada de los inversionistas extranjeros de las bolsas hizo que los valores de las acciones de las empresas se derrumbaran.

Debido a la globalización que caracteriza hoy al mercado financiero mundial, las bolsas de los países desarrollados y del resto de los países emergentes han sufrido también pérdidas considerables. Por un lado, la recesión que se avecina en Asia va a afectar a las empresas

multinacionales que tienen negocios en esa región, con lo cual el precio de sus acciones baja. Por otro lado, los inversionistas que han sufrido pérdidas en las bolsas asiáticas necesitan realizar ganancias en otros mercados, razón por la cual venden parte de sus posiciones en las bolsas desarrolladas y emergentes. A estas últimas les afecta especialmente la desconfianza general que ha cundido respecto a todos los mercados emergentes. Desde el comienzo de la crisis en octubre, el índice bursátil de Caracas ha caído no menos de 30 por ciento. Los fondos que se retiran de la bolsa venezolana presionan inmediatamente en el mercado cambiario en búsqueda de refugios más seguros. La demanda de dólares se ha duplicado durante diciembre y lo que va de enero.

Los efectos de la crisis asiática se harán sentir a lo largo de 1998, ya no en forma de sobresaltos bursátiles, sino como reducción del crecimiento económico mundial y endurecimiento de las condiciones de financiamiento internacional. Apenas han empezado las quiebras de empresas y bancos en esos países. Sus economías van a entrar en recesión, con lo cual el comercio hacia esos países se resentirá. Entre otras cosas que afectarán a Venezuela, los precios de las materias primas (petróleo, hierro, aluminio, etc.) tendrán que descender y, de hecho, ya han descendido.

### **INCERTIDUMBRE SOBRE EL MERCADO CAMBIARIO**

En el caso específico de Venezuela, el efecto de la crisis bursátil mundial se ha visto potenciado por la percepción de que el bolívar está sobrevaluado respecto al dólar. Se dice que la sobrevaluación alcanza a un 30 por ciento debido a que la inflación venezolana ha sido superior en ese monto a la inflación externa más la devaluación habida durante el lapso de cálculo (abril 96 - diciembre 97).

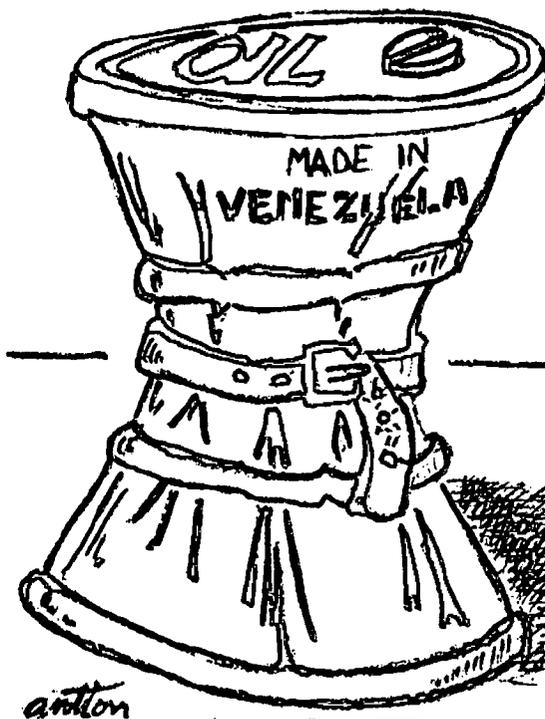
No comparten el BCV y el go-

bierno la tesis de la sobrevaluación. Piensan también que el colchón de reservas internacionales permitirá mantener estable el tipo de cambio a lo largo de 1998 o con apenas una devaluación de 15 por ciento en todo el año. Respecto a la primera parte de la opinión, uno puede compartirla plenamente por varias razones. En primer lugar, es totalmente arbitrario hablar de un determinado porcentaje de sobre- o subvaluación, porque todo depende del "mes base" que se tome para el cálculo. ¿Por qué no tomar enero 91 o diciembre 84? Supuestamente, el punto de partida debe reflejar una situación de equilibrio real del sector externo, pero todavía nadie ha ofrecido una explicación plausible de cuándo el sector externo venezolano ha estado en equilibrio. Y, en segundo lugar, no se puede calcular la desviación del tipo de cambio respecto de un supuesto nivel de equilibrio simplemente viendo las diferencias de inflación con el exterior. La razón es que ese supuesto nivel de equilibrio está siendo continuamente movido por los factores que afectan la productividad y competitividad del país. Nadie puede negar que, con la apertura petrolera y la rectificación de la política económica, la economía venezolana tiene hoy un mayor nivel de productividad que en abril de 1996.

Donde surgen dudas es respecto a la segunda aseveración oficial de que las reservas garantizan la estabilidad del bolívar durante todo 1998. Los mercados cambiarios, como todos los mercados financieros, son muy volátiles, dependen primordialmente de expectativas y, por ello, pueden moverse en dirección opuesta a la que sería consistente con los "fundamentos" de la economía. Simples promesas de estabilidad no calman el nerviosismo de los mercados. Lo que en momentos de nerviosismo se necesita son acciones contundentes de las autoridades, que remuevan cualquier duda sobre su voluntad decidida de defender la estabilidad. Lo primero que hizo Brasil cuando

la crisis asiática empezó a golpear sus mercados en octubre, fue anunciar un severo programa de ajuste fiscal y hacerlo aprobar por el Congreso. Tampoco basta decir que no hay bolívares suficientes para acabar con las reservas de divisas. Todo el mundo sabe que cuando las reservas empiecen a caer a un ritmo de 2.000 millones de dólares por mes, no pasan más de tres meses sin que haya una devaluación o un control de cambio. Dicho sea de paso, las autoridades monetarias se pueden llevar sorpresas al ver aparecer bolívares off-shore o extra-balance, que se vuelquen a la compra de divisas.

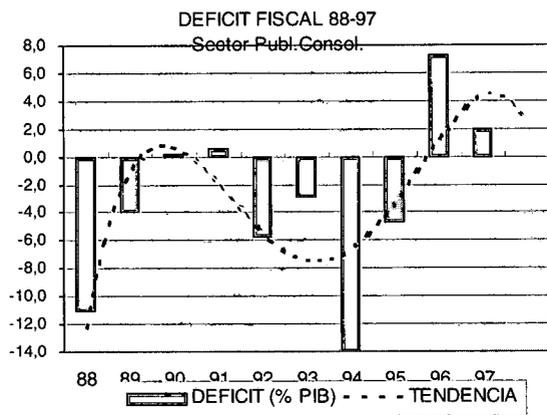
Para decirlo sin rodeos, hay suficientes elementos "objetivos" para que no sea necesario devaluar más allá del 15 por ciento previsto. Eso significaría cerrar el año con un tipo de cambio alrededor de 570 Bs./\$. Ni el gobierno ni el BCV están en onda devaluacionista, y tampoco quieren que el bolívar se aprecie en términos reales durante este año. Pero, si no se responde con contundencia, sobre todo en materia fiscal, los mercados financieros pueden adquirir una dinámica indetenible, que haga realidad lo que inicialmente fue sólo un temor.



## VACAS FLACAS PARA PDVSA Y EL FISCO

Aparte de la crisis asiática y de la inquietud sobre la supuesta sobrevaluación del bolívar, a Venezuela le afectará en 1998 el debilitamiento del precio del petróleo. En la segunda semana de enero, el precio de la cesta venezolana ha caído por debajo de 13 dólares el barril, un nivel no visto desde hacía más de tres años. El presupuesto fiscal ha sido elaborado en base a un precio promedio de 15,50 \$/barril. Se estima que el precio promedio de 1998 puede situarse entre 14 y 14,50 \$/barril, es decir, entre 1 y 1,5 dólares menos que el precio presupuestado. Cada dólar de descenso del precio del petróleo representa una disminución de aproximadamente 1.200 millones de dólares de ingresos para PDVSA y 800 millones para el Fisco (400 millardos de bolívares, equivalentes a 0,8 por ciento del PIB). Sin embargo, aun cuando el panorama no es bueno, tampoco puede calificarse de catastrófico. Si el precio del petróleo cae 1,5 dólares por debajo de 15,50, el Fisco percibirá 600 millardos de bolívares menos. Pero el gobierno tiene guardados (casi escondidos) en la Tesorería no menos de 1.000 millardos desde la bonanza de 1996, lo cual cubriría con creces la caída del ingreso fiscal petrolero.

El problema no es tanto esa reducción del ingreso petrolero, sino que la administración pública viene de dos años en los que ha contado con abundantes ingresos extra-presupuestarios, lo cual ha arraigado aún más la cultura de la indisciplina, que luego es tapada con "créditos adicionales". Esa fuente de alimentación de la indisciplina ya no estará disponible este año, pero la indisciplina como tal no se erradica tan fácilmente. El gobierno ha anunciado una serie de recortes de gastos, sobre todo en el área de inversión. Puede ser que los cumpla en esa área, pero podemos estar seguros de que habrá suficientes aumentos de gastos corrientes como para que el gasto público exceda el monto pre-



supuestado.

El Presupuesto de 1998 ya ha previsto un empeoramiento de las cuentas fiscales, al estimar un déficit de 2 por ciento del PIB. Si a esto le añadimos un 1 por ciento de aumento neto del gasto corriente y otro 1 por ciento por efecto de la reducción del ingreso petrolero, el déficit del gobierno central en 1998 puede ascender a 4 por ciento del PIB. Este es un viraje importante hacia los números rojos, sobre todo si tenemos en cuenta que venimos de dos años de superávit.

Es triste constatar que la economía venezolana todavía sigue sometida a los vaivenes de un negocio tan volátil como el petrolero. Este comportamiento cíclico y volátil de la gestión fiscal puede apreciarse en el gráfico "Déficit Fiscal 88-97". Cuando hay bonanza petrolera, el gasto se expande. Al cesar la bonanza, cuesta mucho reducir ese gasto y el Fisco tiene que incurrir en déficit. Se ha perdido durante 1996-1997 una excelente oportunidad de implementar el Fondo de Estabilización Fiscal, que nos hubiera permitido atender en 1998 los requerimientos normales de gasto, sin entrar en déficit y en más deuda.

### BALANZA DE PAGOS, ACTIVIDAD ECONÓMICA E INFLACIÓN

Ya hemos mencionado que las exportaciones petroleras pudieran disminuir en cerca de 1.000 millones de dólares a causa de menores precios, aunque parcialmente compensados por mayor volumen. Las exportaciones no petroleras se

mantendrán en un nivel parecido al del año pasado. Las importaciones continuarán su ritmo ascendente iniciado en el segundo trimestre del año pasado y pudieran incrementarse en 30 por ciento, para situarse alrededor de los 16.000 millones de dólares, con lo cual el superávit en cuenta corriente tenderá a desaparecer. Más difícil de predecir es lo que pueda suceder con la cuenta de capital, ya que la salida de capital de corto plazo dependerá de si el gobierno logra tranquilizar el mercado cambiario. Estas salidas de corto plazo serán parcialmente com-

pensadas por un importante flujo de inversión extranjera directa, ya que en enero ingresa la inversión en SIDOR y continuará además el proceso de inversión en el marco de la apertura petrolera. Si la presión cambiaria amenaza el nivel de las reservas internacionales, es probable que el gobierno se aboque en serio a la privatización del sector del aluminio, que bien pudiera reportar ingresos superiores a los 2.000 millones de dólares.

Respecto a la actividad económica general, un crecimiento algo más moderado que el de este año pasado es previsible (alrededor del 4 por ciento). El consumo privado será el principal motor de este crecimiento apoyado en el tipo de cambio real estable y bajas tasas de interés. Estas últimas se elevarán algo por efecto de la expectativa de devaluación, pero no llegarán a niveles reales positivos como para desincentivar el consumo a crédito. El sistema financiero continuará creciendo, aunque sufrirá una disminución de su margen de utilidad.

Respecto a la inflación, el gobierno se ha fijado una meta de 21 por ciento puntual y 30 por ciento promedio. Más realista es pensar en una inflación puntual (de diciembre a diciembre) entre 25 y 30 por ciento. No parece que vaya a haber en un año electoral la suficiente voluntad política para ajustar el gasto público al nivel que sería necesario para lograr una inflación más baja. Justo es reconocer que el gobierno del presidente Caldera no va a tener intereses electorales directos que le fuercen a desbocar el gasto, pero tampoco va a tener el piso político para llevar adelante un programa ortodoxo de estabilización. Mucho se ha repetido el vaticinio de que en 1999 habrá que acometer otro gran ajuste económico, al estilo de los realizados en 1989 y 1996. Creo que ésta es una percepción exagerada. Un "mini-ajuste" es más probable, ya que los desequilibrios macroeconómicos no llegarán a acumularse al nivel de esos dos años fatídicos.

