RESULTADOS ECONOMICOS DE 1995

No es posible entender el desempeño económico de 1995 sin considerar el legado de 1994, consecuencia de la crisis del sistema bancario. Por esto, la primera parte del ensayo se dedica a estudiar, primero, la magnitud y financiamiento de la crisis bancaria; segundo, el impacto macroeconómico de la forma en que se decidió financiarla y, tercero, lo que esto significó como legado para 1995. La parte central del ensayo, el análisis de 1995, se inicia con una interpretación de la dinámica de precios y de las reservas internacionales; en segundo lugar se analizan los resultados de la balanza de pagos, seguidos de la descripción de la dinámica fiscal, para concluir con una interpretación de los resultados de la economía real, esto es el crecimiento de la actividad económica. El ensayo finaliza con unas conclusiones acerca de lo sucedido y un esbozo de las perspectivas de corto plazo.

Ramón Espinasa y Javier Peraza

I
LEGADO DE 1994

1. LA CRISIS Y SU FINANCIAMIENTO

La asistencia al sistema financiero, para respaldar los depósitos de los ahorristas y apuntalar los bancos más afectados y no liquidados, tuvo un costo para la República en 1994 del orden de Bs. 1.2 millones de millones. Esta es una cantidad la cual, para apreciarla en su verdadera magnitud, es necesario ponerla en términos relativos. Calculada al tipo de cambio de cada mes en que se dio la asistencia, el monto de ésta en dólares equivale alrededor de $ 8.900 millones. Esto es, aproximadamente, siete meses de exportaciones petroleras del año 1994 ó un 60% de las exportaciones totales de ese año.

Otra forma de poner en perspectiva la asistencia al sistema financiero, es decir que representó aproximadamente 16% del Producto Interno Bruto de 1994. Esto es, la asistencia equivalió a un sexto de la producción nacional de bienes y servicios o, dicho de otra forma, al valor agregado en la economía nacional durante dos meses promedio de 1994. Finalmente, otra forma de verlo, es decir que la asistencia al sistema financiero equivalió a 2/3 del gasto fiscal típico de un año. Es como si el gasto del gobierno se multiplicara por 1.7 en un año.

Cabe, entonces, hacerse una primera pregunta ¿de dónde salió esta masiva cantidad de dinero?, ¿cómo se financió la asistencia al sistema bancario? Una primera parte de la asistencia, durante el primer semestre de 1994, provino, simplemente, de la creación de dinero por parte del Banco Central. Formalmente, consistió en la apertura de una línea de crédito a FOGADE en el BCV. Contra esta línea de crédito se giró, hasta junio de 1994, una cantidad cercana a Bs. 790 mil millones (MMM). El resto de la asistencia se financió a partir de la emisión de bonos de FOGADE respaldados por la República, autorizados por el Congreso Nacional, colocados en el segundo semestre de 1994, por un monto de Bs. 400 MMM. Distinguir las fuentes del financiamiento de la asistencia al sistema bancario es muy importante a la hora de discernir su impacto macroeconómico.

2. IMPACTO MACROECONOMICO

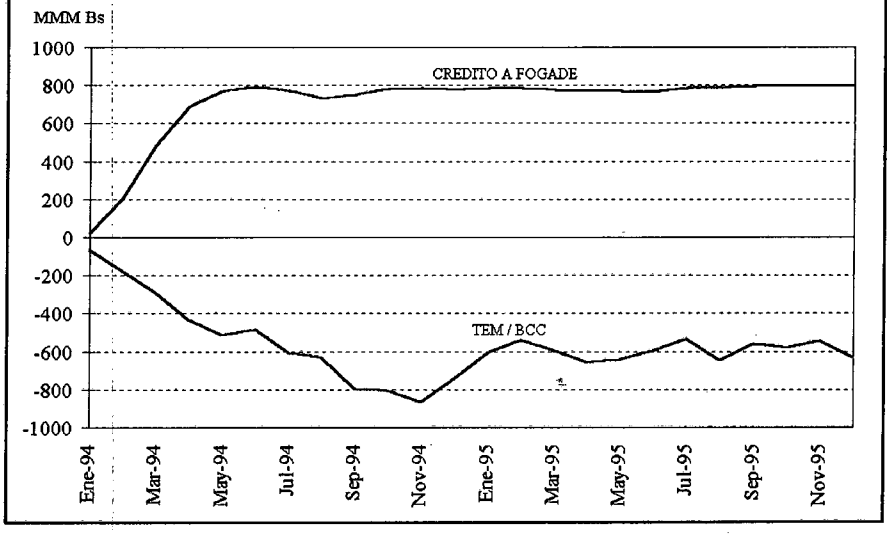
Lo que efectivamente sucedió en 1994 fue una combinación de los casos anteriores, con repercusiones en 1995 y 1996. Como se dijo, una primera fase de la asistencia provino de crédito a FOGADE desde el BCV, mediante la creación de dinero. Por esta vía se inyectaron en la economía Bs. 500 MMM para marzo, llegando a casi Bs. 800 MMM en junio, como se observa en el gráfico 1. Vale la pena recordar que la base monetaria, esto es, monedas y billetes emitidos por el Banco Central, en enero alcanzaba la cifra de Bs. 330 MMM, para marzo se había inyectado en la economía 1,5 veces esta cantidad y 2,4 veces para junio.

Siguiendo su mandato legal, cual es el control de la inflación, el BCV procedió a captar buena parte de la liquidez que se estaba creando mediante la emisión de sus instrumentos de esterilización monetaria de corto plazo, en ese momento los Bonos Cero Cupón (BCC), hoy Títulos de Estabilización Monetaria (TEM). Como se observa en el mismo gráfico 1, el acervo de TEM alcanzó Bs. 500 MMM para junio, hasta llegar a más de Bs. 800 MMM en noviembre de 1994.

Es importante destacar como el proceso descrito transformó la emisión inorgánica de dinero en deuda de corto plazo (TEM) del BCV. Esta institución quedó atrapada en una dinámica que la hace incurrir crónicamente en pérdidas financieras, las cuales son, en última instancia, asumidas por la República. Por un lado el BCV tiene un activo, la deuda de FOGADE, de largo plazo, con tasas de interés muy bajas, mientras, por otro lado, tiene un pasivo por el mismo monto, TEM, con tasas de interés mucho más altas. Lo que es obvio es que, en el saldo global, la asistencia al sistema financiero, en su primera etapa, por Bs. 800 MMM, se terminó financiando con deuda de corto plazo muy cara.

El esfuerzo antiinflacionario del BCV fue insuficiente ante la magnitud de la inyección hasta junio. El exceso de dinero en manos del público se tradujo en un aumento en la demanda de bienes y de divisas. El incremento en la demanda de dólares se debió tanto a una caída en las tasas de interés domésticas como al precario estado del sistema financiero nacional y la desconfianza que ello generaba, ambos factores actuaban, y actúan, en favor del ahorro en el exterior.

GRAFICO 1
CREDITO A FOGADE Y ACERVO DE T.E.M. / B.C.C.



¿COMO SE PUEDE PAGAR LA ASISTENCIA FINANCIERA?

El impacto macroeconómico de la asistencia al sistema financiero ha podido ser muy diferente dependiendo del origen de los fondos para este fin. Fuese el origen, creación inorgánica de dinero; endeudamiento público; mayor recaudación fiscal o la venta de activos públicos. Puesto de otra forma, la asistencia al sistema financiero la tiene que pagar alguien, quién y cómo la paga, los efectos redistributivos de la asistencia son diversos dependiendo del origen de los fondos.

Supongamos un primer caso en el que toda la asistencia provenga de la creación de dinero. La abundancia relativa de dinero hará caer las tasas de interés, desestimulando el ahorro interno en favor del ahorro en el exterior. El aumento en la demanda de divisas por este motivo, será cubierto, en última instancia por las reservas internacionales del país. Así, el costo de la crisis financiera se pagará con las reservas internacionales, esto es, el ahorro en divisas de la nación.

Si suponemos, en el caso anterior, que no haya reservas suficientes para abastecer el incremento en su demanda, éste se traducirá en un aumento del precio de las divisas y de los precios en general. La inflación así generada se reflejará en una caída de los ingresos reales de la población. El deterioro del ingreso real de todos nosotros será la forma en que paguemos la asistencia al sistema financiero.

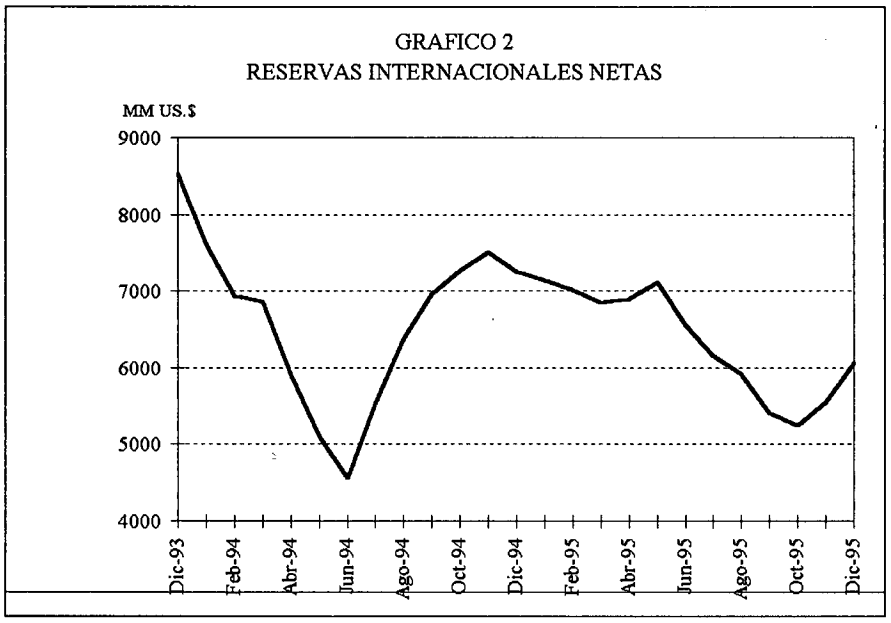
Finalmente, si una política monetaria activa por parte del BCV, mediante la emisión de Títulos de Estabilización Monetaria (Bonos Cero Cupón en el pasado), pretendiera drenar la liquidez generada con la inyección inorgánica, y así aminorar la caída de las tasas de interés y con ello la demanda de divisas y la inflación, el costo de la asistencia al sistema financiero se reflejará en los intereses devengados por los TEM. El pago de estos intereses será, en última instancia, asumido por la República, con cargo al gasto fiscal. La liquidez que se generó para cubrir la deuda del sistema financiero se transforma en deuda del BCV, en última instancia de la República, con el público tenedor de TEM. Esta es una deuda muy onerosa, de muy corto plazo y difícil de programar. Es la peor forma de financiar la asistencia al sistema financiero.

Lo anterior nos lleva a otro caso, cual es el de financiar la asistencia al sistema bancario con deuda de mediano plazo. El costo de la asistencia se reflejará año a año en el servicio de esta deuda con cargo al presupuesto fiscal. El costo será asumido por los contribuyentes, quienes deberán tributar más para cubrir este gasto adicional durante los años que dura el servicio de la deuda con motivo de la crisis del sistema financiero.

En el caso anterior, en la medida que se prolonga en el tiempo el servicio de la deuda, se reducirá la carga sobre los contribuyentes en cada año. Habrá una distribución intergeneracional del pago que todos debemos hacer para pagar la crisis bancaria de 1994, castigando menos a la generación actual en la medida que se logre financiar la asistencia con deuda de más largo plazo. Una deuda de mediano plazo se puede estructurar y programar, en condiciones más o menos favorables dependiendo de las garantías, en función de ingresos futuros, como los petroleros en el caso venezolano. La factibilidad de este caso depende de que, tratándose de deuda pública de mediano plazo, las garantías y condiciones permitan su colocación.

Un caso extremo, es que la asistencia al sistema financiero se pague mediante un aumento proporcional de la recaudación fiscal en el año en que se produce la crisis. El costo será asumido por todos los contribuyentes, los cuales verán disminuido su ingreso disponible en la magnitud del aumento en los impuestos para cubrir el déficit en el sistema financiero. Sin embargo, la magnitud de la crisis ha sido tal que, es imposible, económica y políticamente, pretender pagarla en un año.

Una última posibilidad ilustrativa, es que se decidiera cubrir la asistencia al sistema financiero con la venta de activos públicos. El Estado en este caso lo que estaría haciendo es cancelar un pasivo, la deuda del sistema financiero con los ahorristas, con un activo de su propiedad, por ejemplo una empresa pública.



El aumento en la demanda de divisas fue satisfecho por el BCV con un aumento en la oferta, a expensas de las reservas internacionales. El gráfico 2 muestra la evolución de las reservas internacionales, se observa como éstas cayeron en $ 4 MMM entre enero y junio de 1994. Ante la magnitud de la demanda, el BCV impuso límites cuantitativos a la oferta de divisas a partir del mes de abril, con lo cual el ajuste entre demanda creciente y restricción en la oferta se materializó en un aumento significativo del precio de las divisas. El tipo de cambio, se devaluó moderadamente hasta abril, cuando llego a 117 Bs/$, a partir de 109 Bs./$ en enero, para después devaluarse muy aceleradamente, hasta llegar a casi 200 Bs./$ en promedio en junio, como se observa en el gráfico 3.

El aumento en la demanda de bienes, al desestimularse el ahorro doméstico por caída en las tasas de interés y desconfianza en el sistema bancario, junto con la devaluación significativa del tipo de cambio, se tradujo en una pronunciada aceleración inflacionaria en el segundo trimestre de 1994, como se observa en el gráfico 3, en el cual se muestran la tasa de inflación mensual y el tipo de cambio al final de cada mes. La inflación llegó a un máximo mensual de 9.0 % en junio, coincidiendo con el máximo en el tipo de cambio, respecto a 1.9 % de inflación mensual en febrero.

El gobierno reaccionó a la caída de reservas y a la aceleración inflacionaria, imponiendo un control absoluto de divisas a partir de julio de 1994. El control de cambios permitió recuperar el nivel de reservas internacionales a finales de 1994 al nivel que tenían a principios de ese año, como se observa en el gráfico 2, así como disminuir la presión inflacionaria, como lo muestra la desaceleración de la tasa de inflación mensual en el segundo semestre de 1994 en el gráfico 3. Sin embargo, el desequilibrio monetario originado en la primera fase de la asistencia al sistema financiero, en el primer semestre de 1994, persistiría dentro de la economía dejando sentir sus secuelas a lo largo de 1995, como veremos más adelante.

La segunda fase de la asistencia al sistema financiero, en el segundo semestre de 1994, provino de endeudamiento público por Bs. 400 MMM. Los bonos de FOGADE, respaldados por la República, con cargo al presupuesto, fueron emitidos a tres años, con pagos de intereses semestrales. Su impacto real mayor se dejará sentir en 1995, cuando el servicio de esta deuda será máximo medido como fracción del PIB.

3. LEGADO PARA 1995

El legado más importante de la crisis del sistema financiero de 1994 para 1995, ha sido un aumento muy significativo de la deuda del Estado con el resto de la economía nacional. La deuda interna se incrementó en Bs. 1.2 MMMM, Bs. 800 MMM bajo la forma de TEMs y Bs. 400 MMM como bonos de FOGADE respaldados por la República. Ambas deudas, en particular la primera, son de corto plazo, afectando sensiblemente las cuentas fiscales, en particular, y el desempeño macroeconómico del 95 en general.

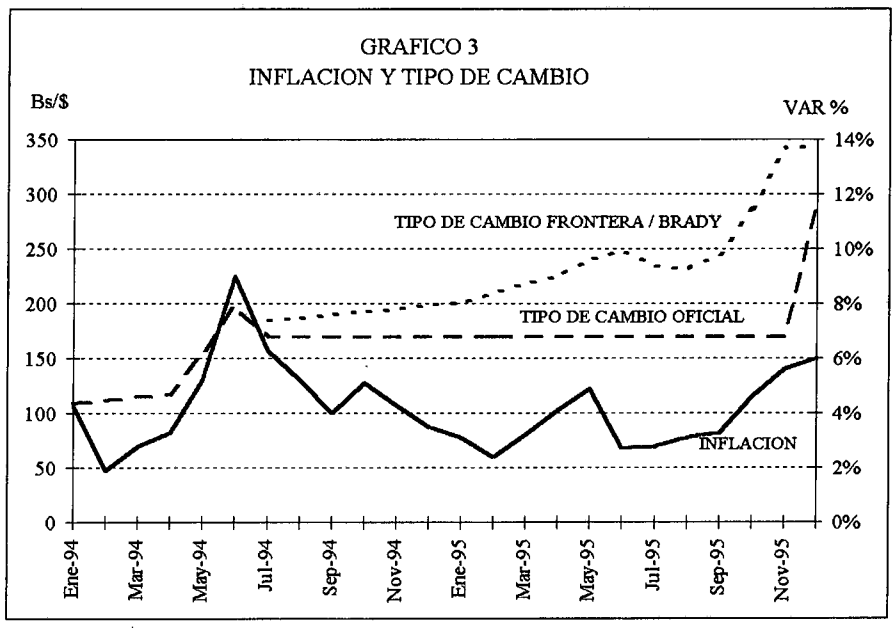
En segundo lugar, tenemos como legado, un sistema absoluto de control de cambios a un tipo de cambio único, instaurado con el fin de restaurar las reservas internacionales al nivel de principios de 1994. Esta política introducirá muy severas distorsiones y afectará notablemente el desempeño económico de 1995.

Finalmente, la aceleración inflacionaria del primer semestre de 1994, contribuyó a crear expectativas de inflación alta y así una inercia inflacionaria que se ha trasladado a 1995. Las expectativas inflacionarias este año se han visto reforzadas por la situación crónica de déficit fiscal, acentuada por la alta deuda interna, y la imposibilidad de financiarla domésticamente; por el desequilibrio cambiario, agravado a lo largo del año al mantener el tipo de cambio nominal constante en una situación de alta inflación y por el desequilibrio monetario contenido en el muy significativo acervo de TEM.

II
DESEMPEÑO ECONOMICO EN 1995

1. INFLACION, TIPO DE CAMBIO Y RESERVAS INTERNACIONALES

La inflación mensual promedio hasta finales del tercer trimestre de 1995 se mantuvo a niveles altos, alrededor del 3% mensual en promedio, ver gráfico 3. Esto, a pesar que se mantuvo inalterado el tipo de cambio a 170 Bs./$. Nos atrevemos a especular que la persistencia de este alto nivel inflacionario, aún anclada la tasa de cambio nominal, se debió, por un lado, a la inercia inflacionaria heredada de 1994, la cual estuvo reforzada por expectativas inflacionarias, alimentadas por la persistencia de un significativo déficit fiscal, el cual, se percibía, no podría ser finan-



ciado domésticamente. Al temor de monetización del déficit, se sumó, efectivamente, una situación de exceso de liquidez, en la medida que se redujo el acervo de TEM hasta el tercer trimestre (ver gráfico 1), los cuales, como se describió, actuaron de muro de contención de la masiva inyección de liquidez en el primer semestre de 1994.

Al mantener el tipo de cambio constante, mientras persistía un alto nivel inflacionario a lo largo de 1995, se agudizó la sobrevaluación del bolívar a lo largo del año. Esto es, en la medida que aumentaba el precio de los bienes nacionales y se mantenía esencialmente constante el de los bienes importados, perdía competitividad la producción doméstica, estimulándose las importaciones de todo tipo de bienes y servicios, incluidos los viajes al exterior. Además, la existencia de un tipo de cambio paralelo cada vez más distante del oficial, estimulaba la sobrefacturación de importaciones y la subfacturación de exportaciones no petroleras, para tomar ventaja del diferencial cambiario.

El crecimiento mucho más acelerado de las importaciones que de las exportaciones, en la medida que se apreciaba el tipo de cambio, se tradujo en que el superávit tradicional de la cuenta corriente de la balanza de pagos venezolana no alcanzara para cubrir la amortización de deuda y se incurriera en un déficit de balanza de pagos que debió ser cubierto con reservas internacionales por un monto superior a los $ 1.3 MMM. El déficit de balanza de pagos se agudizó a lo largo del año, en la medida que se apreciaba el tipo de cambio, y con ello se hacía más pronunciada la caída de reservas, como se observa en el gráfico 2. La caída de reservas fue más bien moderada hasta mayo, acelerándose entre junio y octubre.

De hecho, la dinámica descrita corresponde a un patrón característico de los regímenes de cambio fijo en los que no se logra controlar de la inflación. En la medida que la población se percata del abaratamiento relativo de los bienes importados y de la caída de reservas y de la inevitabilidad del fin del sistema cambiario, se acelera la demanda de divisas, antes de que se agoten, e, inexorablemente, se precipita el colapso del sistema. Esto fue lo que sucedió en el país entre junio y octubre.

En la medida que la población se percataba de la apreciación del tipo de cambio y con ello de la inevitabilidad de la devaluación, se apresuró a comprar todo tipo de bienes, adelantándose al efecto inflacionario de la devaluación. Al acelerarse la demanda de bienes se produjo una cierta aceleración inflacionaria a partir del mes de julio, como se observa en el gráfico 3.

Además, ante la avalancha de demanda de dólares y la caída de reservas internacionales, el BCV, siguiendo la disposición legal de defender las reservas internacionales, acentuó las restricciones cuantitativas a la entrega de divisas, con lo cual la demanda insatisfecha presionó, significativamente a partir de septiembre, el mercado paralelo, recién legalizado. Esto provocó que se disparara el dólar paralelo y se acelerara la inflación a partir de este mes, como se observa en el gráfico 3.

Finalmente, las autoridades reconocieron la necesidad de corregir la apreciación cambiaria y se devaluó la tasa oficial a 290 Bs./$ a mediados de diciembre. El efecto inflacionario de este ajuste parcial se dejará sentir en enero. Sin embargo, es de notar que buena parte de los precios de los bienes no regulados se calculan utilizando como marcador el dólar paralelo, con lo cual gran parte del efecto inflacionario de la devaluación oficial fue anticipado a partir de septiembre.

Para terminar esta sección, no está de más señalar que el origen de los fondos para comprar dólares a lo largo de 1995, estuvo, en buena parte, en los TEM que financiaron indirectamente la crisis bancaria de 1994. Una manera intuitiva de ver esto es valorando las existencias de TEM en dólares de mercado libre: en enero de 1995 había TEM para comprar unos $ 3.000 MM y para diciembre de 1995 el monto existente equivalía a unos $ 1.800 MM. La diferencia (unos $ 1.200 MM) fueron a parar a otros instrumentos financieros y, eventualmente, se usaron para comprar dólares. Se cumplió entonces el hecho que una parte de la crisis bancaria de 1994, se financió, en 1995, con reservas internacionales, lo cual, a su vez, fue uno de los principales propulsores del despegue del tipo de cambio libre.

2. BALANZA DE PAGOS

Tal como se muestra en el Cuadro 1, la balanza de pagos mostró dos hechos interesantes: primero un aumento de las exportaciones tanto petroleras como no petroleras, y segundo un aumento desmesurado de las importaciones. Esto hizo que la cuenta corriente a pesar de ser positiva no fuese suficiente para compensar la salida de capitales necesaria para pagar deuda externa tanto pública como privada, con lo que el neto fue una pérdi-

CUADRO 1: Situación en Balanza de Pagos (MM de US$)

	1993	1994	1995
CUENTA CORRIENTE	-2223	2450	1572
Exportaciones	14019	15686	18278
Petroleras	10390	11288	13140
No Petroleras	3629	4398	5138
Importaciones	-11117	-8090	-11631
Servicios y Transferencias	-5125	-5146	-5075
CUENTA DE CAPITAL	1159	-3074	-2729
Errores y Omisiones	411	-269	-187
NETO BALANZA DE PAGOS	-653	-893	-1344

Fuente: Informe del presidente del BCV 1995

da de reservas internacionales por $ 1344 MM.

Gracias al plan de inversiones que ha permitido aumentar la producción de petróleo, las exportaciones petroleras crecieron vigorosamente en un 16%, cifra ésta que está basada en un aumento en los volúmenes de petróleo exportado más que en un aumento del precio de la cesta venezolana de petróleo. El aumento de las exportaciones no petroleras fue también muy importante (17 %) y en parte se explica por la posibilidad de realizar ganancias con el diferencial cambiario. En efecto, muchas personas importaron bienes a 170 Bs./$ para luego re-exportarlos y vender los dólares así obtenidos en el mercado libre, recibiendo una jugosa ganancia que aumentaba con el diferencial cambiario. Esta fue una de las causas del aumento desproporcionado de las importaciones, que en buena parte nunca fue a parar al mercado nacional, sino que fueron simplemente re-exportadas.

3. CUENTAS FISCALES

En 1995 el presupuesto fiscal presentó un déficit de 5.9% del PIB, como se puede observar en el Cuadro 2. Este déficit es menor que el de 1994 (que fue 6.4%) pero todavía es muy alto para llevar a cabo una política antiinflacionaria. Este resultado estuvo esencialmente explicado por una caída del ingreso fiscal y un nivel de gasto que, aunque inferior al del año 1994, siguió siendo alto para los estándares de los últimos años.

Del lado de los ingresos la presión tributaria disminuyó pasando de 18.5% en 1994 a 16.7% en 1995. Este resultado está explicado por una disminución de los ingresos fiscales no petroleros y petroleros. En cuanto a los ingresos tributarios no petroleros cabe destacar la desaparición del impuesto a los débitos bancarios que en 1994 había representado un 1.3% del PIB. La derogación de este impuesto fue compensado parcialmente por un aumento del IGV que pasó de 2.7% a 3.9%; sin embargo, el aporte fiscal no petrolero disminuyó de 9.7% a 9.2% del PIB.

Por el lado de los ingresos fiscales petroleros estos disminuyeron pasando de 8.8% a 7.5%. En realidad, el aporte fiscal de PDVSA en 1995 fue muy similar al de 1994, pues al 7.5% de aporte petrolero hay que añadir un 0.9% que PDVSA efectivamente aportó al fisco por la vía del IGV, sin embargo, este ingreso no aparece en el renglón de ingresos petroleros. Dado que legalmente toda empresa exportadora, incluyendo PDVSA, está supuestamente exenta del IGV, entonces, por convención contable, no se le considera un ingreso fiscal sino una fuente de financiamiento del déficit fiscal, es decir, en la contabilidad fiscal este ingreso no aparece en el renglón de ingresos fiscales sino en el renglón de préstamos.

Por el lado de los gastos fiscales, estos disminuyen en 1995 pero siguen siendo altos, debido a los pagos de intereses por el endeudamiento incurrido durante 1994 y a las secuelas de la crisis bancaria. La partida de intereses en deuda doméstica pasa de un 1.4% en 1994 a 2.3% en 1995, mientras que las pérdidas del BCV siguieron siendo altas, aunque disminuyeron respecto a 1994. En efecto si se suma las pérdidas del BCV a los intereses por deuda doméstica se descubre que los gastos totales por pago de intereses sobre deuda doméstica ha pasado de 0.9% en 1993, a 3.5% en 1994 y finalmente a 3.4% en 1995. Es decir, el endeudamiento interno de 1994 y 1995 ha generado una gran carga en intereses que explica en buena medida el aumento del nivel de gasto. Las secuelas de la crisis bancaria de 1994 se hicieron sentir, también, en la cuenta de gastos de capital de 1995 pues, aunque fue menor que en 1994, siguió siendo alta. Parte de este resultado se debe a que una porción de las ayudas otorgadas en diciembre de 1994 fueron pagadas en 1995, y a que esta cuenta incluyó el pago por los intereses generados por los depósitos migrados.

Es importante hacer notar que, a pe-

CUADRO 2: Situación Fiscal (% del PIB)

	1993	1994	1995
INGRESOS	16,6	18,5	16,7
Petroleros	9,3	8,8	7,5
No Petroleros	7,3	9,7	9,2
-ISLR	2,7	2,4	2,4
-IGV	0,6	2,7	3,9
GASTOS	19,0	25,0	22,6
Corriente	14,2	18,1	17,2
- Intereses	3,0	4,2	4,6
Domesticos	0,7	1,4	2,3
Externos	2,3	2,8	2,2
- Pérdidas BCV	0,2	2,1	1,1
Capital	4,7	6,9	5,4
-Inversión	1,0	0,7	0,6
DEFICIT	-2,4	-6,5	-5,9

Fuente: Informe del presidente del BCV 1995

CUADRO 3: Producto Interno Bruto (MM de Bs)

	A PRECIOS DE 1984			VARIACION %	
	1993(*)	1994(*)	1995(*)	94/93	95/94
SECTOR PETROLERO	124.393	130.099	137.871	4,6	6,0
SECTOR NO PETROLERO	422.850	403.860	407.010	-4,5	0,8
PUBLICO	72.085	72.934	74.687	1,2	2,4
PRIVADO	350.765	330.926	332.323	-5,7	0,4
Manufactura	76.863	72.001	76.363	-6,3	6,1
Electricidad y Agua	2.424	2.322	2.382	-4,2	2,6
Transporte Almacenamiento y Comunicaciones	25.576	25.127	26.456	-1,8	5,3
Otros	245.902	231.476	227.122	-5,9	-1,9
DERECHOS DE IMPORTACION	10.959	8.835	9.778	-19,4	10,7
PRODUCTO INTERNO BRUTO	558.202	542.794	554.659	-2,8	2,2

(*) Provisional. Fuente: B.C.V.

CUADRO 4: Demanda Agregada. Variación %

	A PRECIOS DE 1984	
	1994/93(*)	1995/94(*)
SECTOR PRIVADO	-5,7	-1
Consumo	-2,8	-0,2
Inversión Bruta Fija	-32,3	-17,2
SECTOR PUBLICO	-14	3,3
Consumo	-7,4	0
Inversión Bruta Fija	-20,2	6,9
DEMANDA AGREGADA INTERNA	-9,6	0
EXPORTACIONES	6,3	2,2
MENOS: IMPORTACIONES	-20,2	9,3
DEMANDA AGREGADA	-2,8	2,2

(*) Provisional. Fuente: B.C.V.

sar del aumento de los gastos de capital, se ha acentuado la disminución de la inversión pública (v.g. carreteras, hospitales, etc.) la cual para 1995 representó apenas un 0.6% del PIB. Para ponerlo en contexto histórico, vale recalcar que durante la década de los cincuenta esta partida representó 4.4% del PIB y durante los ochenta fue de 1.6% del PIB. Esta política de mínima inversión pública tiene dos efectos; primero, nos priva de los beneficios generales de las inversiones públicas que son fundamentales para el desarrollo de un país, y que no pueden ser cabalmente sustituidas por el sector privado. Segundo, conlleva a un déficit futuro implícito, pues el posponer el mantenimiento de bienes públicos hace que su costo de mantenimiento aumente exponencialmente en el tiempo, costo este que será eventualmente cargado a los presupuestos futuros.

4. DESEMPEÑO DE LA ECONOMIA REAL

Las cifras del BCV son todavía muy preliminares, y están sujetas a revisión, sin embargo intentaremos sacar algunas conclusiones a partir de ellas. En el Cuadro 3 se observa que la actividad real registró un aumento de 2.2%. Dicho incremento estuvo liderizado por el sector petrolero, que creció un 6%, mientras que el sector no petrolero creció apenas un 0.8%. Sin embargo el crecimiento del sector no petrolero fue muy desbalanceado entre los distintos sectores; así por ejemplo mientras que manufacturas y transportes crecieron un 6.1% y 5.3% respectivamente, el resto del sector privado *decreció* en 1.9%.

Este crecimiento desbalanceado no petrolero está íntimamente relacionado con las fuentes del crecimiento por el lado de la demanda (ver Cuadro 4), la cual aumentó debido a la combinación de tres factores: primero, el incremento de la actividad petrolera (exportaciones, inversiones y consumo intermedio) y su arrastre sobre el resto de la economía; segundo, por el aumento de las exportaciones no petroleras y, tercero, por el aumento de consumo de bienes durables en anticipación de futuros incrementos en los precios.

El aumento de la actividad petrolera requirió de inversiones y materiales que en buena medida provienen del sector manufacturero, y más específicamente de los sectores metalmecánico, y químico. En efecto la inversión petrolera creció en un 9% y la producción en 7%, lo cual explica buena parte del aumento del crecimiento del sector manufacturero.

Por su lado el aumento de las exportaciones no petroleras está explicado por: a) la relativa debilidad de la demanda interna durante el primer semestre lo que generó importantes excedentes que fueron forzados a buscar mercados en el exterior; b) a los incentivos a re-exportar a fin de sacar provecho del diferencial cambiario y; c) el dinamismo intrínseco de las exportaciones no tradicionales en la medida que explotamos mercados nuevos como el del G3 (Colombia, México y Venezuela). Llamativamente, las cifras preliminares del BCV apenas reflejan un aumento del 2.2% de las exportaciones no tradicionales; esto se puede deber a

¿POR QUE PDVSA PAGA MENOS?

La disminución de la carga fiscal de PDVSA que se evidencia a partir de 1994 (pasa de un 9.3% en 1993 a un 8.8% en 1994) merece una digresión. La reducción de la tributación petrolera, solo en estos años, se debe a la disminución de la carga tributaria petrolera por la vía de eliminar el valor fiscal de exportación, el cual ha pasado gradualmente de 20% en 1992 a su total eliminación en 1996. La reducción de la carga tributaria de PDVSA le ha dado viabilidad financiera a la empresa, y le ha permitido tener recursos para acometer el plan de inversiones y de aumento de actividad sin tener que endeudarse. Este plan de inversiones ha permitido que desde 1989 la producción petrolera haya aumentado en un 43% y los volúmenes de exportación en un 56%, y permitirá que el sector petrolero aumente su tributación a partir de 1996 para estabilizarse en un 12% del PIB a partir de 1998.

que buena parte de estas exportaciones fueron encubiertas (hay que recordar que de otra manera no podrían haber aprovechado el diferencial cambiario), por lo que posiblemente están contabilizadas en variación de existencia, partida ésta que se ha usado tradicionalmente como residuo, y que para el año 1995 mostró un gran aumento.

Por último durante el segundo semestre del año 1995 la gente empezó a avizorar que vendría una devaluación, y con ello un aumento del precio de los bienes muebles duraderos los cuales son en su mayoría manufacturas. Es por ello que la gente empezó a comprar televisores, carros, neveras, etc. a fin de anticiparse a este aumento, mientras que las empresas hicieron lo suyo con los materiales que usan para la producción.

Cabe hacer notar que de estas tres fuentes del crecimiento, parecería que sólo el incremento de la actividad petrolera es sustentable en el largo plazo, aunque las exportaciones no petroleras pueden seguir jugando un papel importante de no mantenerse sobrevaluada la moneda.

III
DESAFIOS

Lo que debe resultar obvio del análisis anterior, es que el singular manejo de la asistencia al sistema financiero ha tenido consecuencias que han determinado el desempeño económico de 1995 e influenciarán el de 1996. 2/3 de la asistencia provino de la creación de dinero y 1/3 de crédito de corto plazo. Esta quizás fue la forma más fácil de hacerlo, pero la de consecuencias más distorsionantes en términos económicos y la que ha hecho más regresivo el pago de la crisis en términos de distribución del ingreso. La crisis se ha pagado con inflación, caída de reservas y crédito de corto plazo, el cual gravita aún sobre la economía, creando expectativas muy inciertas y un ambiente muy especulativo sobre 1996, todo contrario a la inversión productiva de mediano y largo plazo.

El precio de la crisis bancaria no ha sido totalmente pagado. Para diciembre de 1995 las existencias de TEM era de Bs. 600 MMM, los cuales generan onerosos intereses, la migración de depósitos requiere la transferencia de activos que los respalden y generan otros tantos pagos en intereses y por último la deuda fiscal doméstica ha crecido desmesuradamente, todo ello secuela del financiamiento de la crisis bancaria. Se necesita una política integral que nos permita financiar la porción no pagada de la crisis en forma ordenada y cónsona con una política antiinflacionaria y de crecimiento. Existen varias posibilidades para hacer esto, entre otras podemos nombrar:

- usar instrumentos de endeudamiento menos onerosos que las deudas a corto plazo (tipo TEM), y que sean atractivos a los inversionistas;
- usar las privatizaciones de las empresas y bancos estatales para generar los recursos necesarios que permitan pagar las deudas contraídas para financiar las ayudas bancarias. El dinero así obtenido se usaría para pagar prioritariamente las deudas más caras, lo que implica que el rescate de los TEM tendría preferencia. Bajo esta propuesta el dinero obtenido por las privatizaciones sería entregado al BCV como pago de la deuda de FOGADE y permitiría al ente emisor rescatar los TEM sin aumentar la base monetaria.

De no existir una política ordenada y coherente sobre el financiamiento de la crisis bancaria, la seguiremos pagando de forma desordenada con más inflación, más pérdidas de reservas, más desequilibrios y menos crecimiento.

Además del refinanciamiento de la asistencia al sistema financiero de 1994, se hace necesaria una reforma fiscal tanto por el lado de los ingresos, como por el lado de los gastos que nos permita tener fondos suficientes con los que financiar las políticas de crecimiento que el gobierno debe implementar. Por el lado de los ingresos, el sector petrolero será capaz de generar un 12% del PIB del ingreso fiscal. Si consideramos que el nivel de gasto y amortización de deuda estará alrededor de 24% del PIB, concluimos que el sector no petrolero deberá tributar no menos de un 12%. Esto significa que la presión tributaria sobre el sector no petrolero deberá ser incrementada en un 3% del PIB, bien sea con mejor recaudación o con aumento de las tasas impositivas.

Aún más importante es la reestructuración del gasto público, en el sentido de aumentar las inversiones públicas directas que motorizan buena parte del crecimiento, y los gastos sociales, a la par de reducir la transferencias a entes y empresas estatales. Es en este sentido que fomentar la creación de Organizaciones no Gubernamentales (ONGs) y el proceso de privatizaciones cobra especial importancia, pues ambas aliviarían el peso de estas transferencias fiscales.

Debemos terminar refiriéndonos al potencial de crecimiento con baja inflación de la economía venezolana. Por un lado, el sector petrolero se encuentra en la fase de inversión y crecimiento más vigorosa de los últimos cuarenta años. Esto asegura una fuente de crecimiento muy importante para la economía, por sus consecuencias sobre la actividad doméstica, la balanza de pagos y las cuentas fiscales. Pero debemos decir que, quizás afortunadamente porque refleja el grado de desarrollo del país, esto no es suficiente. Hace falta un desarrollo proporcional de la economía no petrolera. Esto no es difícil. Los recursos están ahí y un cambio de expectativas es determinante. El cambio de expectativas pasa, en buena parte, por un política económica creíble, en particular, por la implantación de un programa fiscal viable, por parte de las autoridades económicas. La economía venezolana, sin duda por el petróleo, tiene más resistencia y vigor de lo que muchos imaginan, de lo que se trata es de asumir el reto de poner las cuentas públicas en orden. ■

Ramón Espinasa y **Javier Peraza** son miembros de la Coordinación de Planificación de PDVSA.