

ACADEMIA  
NACIONAL  
DE CIENCIAS  
ECONOMICAS

**CONTRACCION DE  
LOS PRECIOS  
DE EXPORTACION,  
DEUDA Y  
CRECIMIENTO  
EN ECONOMIAS EN  
DESARROLLO**

---

El Caso de Venezuela

---

PEDRO A. PALMA

25

---

*SERIE CUADERNOS*





Pedro A. Palma

**CONTRACCION DE LOS  
PRECIOS DE EXPORTACION, DEUDA  
Y CRECIMIENTO EN ECONOMIAS EN  
DESARROLLO**

**El Caso de Venezuela**

SERIE CUADERNOS Nº 25

ACADEMIA NACIONAL DE CIENCIAS ECONOMICAS

**CARACAS - 1989**



© Copyright 1989

Academia Nacional de Ciencias Económicas  
C. C. Los Chaguaramos, Piso 4, Ofic. 4-7, Caracas

Tel.: (02) 662.38.21

Composición de texto: P y T Asociados

Tel.: (02) 77.07.98

Depósito legal ISBN 980-6149-41-6

Printed in Venezuela - Impreso en Venezuela

*El autor desea expresar su agradecimiento a Martín Pérez por su extraordinaria colaboración en la elaboración de este trabajo; sin ella no se hubiese podido realizar este análisis. Igualmente, agradece la ayuda de Domingo Fontiveros y Richard Melman.*



## INDICE

|  |    |
|--|----|
| INTRODUCCION   | 9  |
| 1 - EL COMPORTAMIENTO RECIENTE<br>DE LA ECONOMIA VENEZOLANA  | 11 |
| 1 - La Bonanza Petrolera (1974 / 1977)   | 11 |
| 2 - 1978 / 1982 Crisis y Recesión  | 13 |
| 3 - 1982 / 1983 Debilitamiento Petrolero,<br>Salida de Capitales y Control de Cambios                | 17 |
| 4 - 1984 / 1988 Del Ajuste a la Recuperación<br>con Crisis Externa                                   | 19 |
| — 1987 Un Año de Mayor Inflación   | 27 |
| 2 - IMPACTOS DE DIFERENTES ESCENARIOS<br>PETROLEROS  | 31 |
| 1 - Resultado de las Simulaciones  | 32 |
| 2 - Opciones para Manejar una Situación de<br>Reducción de los Precios de Exportación<br>de Petróleo | 38 |
| — Limitaciones de los Pagos Netos por<br>Servicio de Deuda Externa                                   | 40 |
| — Un Tratamiento Alternativo al Problema<br>de la Deuda Pública Externa                              | 43 |
| — Resultados de la Aplicación del<br>Esquema Propuesto de Conversión<br>de Deuda Externa por Bonos   | 46 |
| 3 - CONCLUSION   | 51 |
| REFERENCIAS  | 55 |





## INTRODUCCION

Desde que se materializó el problema de la deuda en 1982 se ha discutido extensamente la incompatibilidad entre los objetivos de crecimiento y cancelación de los compromisos financieros externos de los países deudores, particularmente en un medio caracterizado por el deterioro de los términos de intercambio de esas economías, y más específicamente por la caída de sus precios de exportación. Esta disyuntiva se hace particularmente crítica en el caso de aquellas naciones que tienen una escasa diversificación de sus exportaciones y que, en consecuencia, son más vulnerables a caídas de precios de los productos que exportan.

Un caso típico de esta situación es el de Venezuela, país cuyas ventas de hidrocarburos al exterior representaron en 1987 el 80 por ciento de sus exportaciones de bienes y servicios y cerca del 87 por ciento de las de mercancías. Esta situación hace muy vulnerable a esa economía a variaciones en los precios internacionales del petróleo, los cuales son de por sí volátiles y responden a circunstancias aleatorias -buena parte de ellas de carácter político-, y fuera del área de influencia de ese país.

De allí que sea válido examinar las opciones que tendría una economía endeudada como la venezolana ante un debilitamiento sostenido de sus precios de exportación, después de haber realizado esfuerzos de ajuste durante los años pasados, y ha-

ber sufrido una importante contracción de sus exportaciones como consecuencia de la reciente caída de aquellos precios.

En el presente trabajo analizaremos las posibilidades que tendría esa economía de seguir cumpliendo sus compromisos externos y simultáneamente lograr un nivel de actividad económica aceptable, en caso de materializarse un debilitamiento sostenido de los precios del petróleo. Con ese objetivo en mente se utilizó el modelo macroeconómico de Venezuela 'MODVEN VII'<sup>1</sup> con el que se simularon varios escenarios en los que trataba de determinarse cómo se comportaría esa economía ante diversos escenarios petroleros y de servicio de deuda, si en todos ellos se intentaba aplicar la misma política económica interna. Estos ejercicios arrojaron interesantes resultados en los que fundamentamos nuestro análisis.

En la primera parte de este estudio se presenta un breve recuento del comportamiento reciente de la economía venezolana con el fin de entender su situación actual; esto es seguido por el análisis de los resultados de las simulaciones, y finalmente por las conclusiones del estudio.

<sup>1</sup> Para una descripción detallada de MODVEN VII ver: Palma, P.A. y Fontiveros, D. "A Comparative Sensitivity Analysis of the Venezuelan Macroeconomic Model 'MODVEN VII'", **Economic Modelling**, (Por publicarse).

# CONTRACCION DE LOS PRECIOS DE EXPORTACION, DEUDA Y CRECIMIENTO EN ECONOMIAS EN DESARROLLO: EL CASO DE VENEZUELA

Pedro A. Palma

Publicado por la Academia Nacional de Ciencias Económicas, Serie Cuadernos, No. 25. Caracas, Venezuela, 1989.

NOTA: El presente trabajo se concluyó en JUNIO DE 1988.

## FE DE ERRATAS

**Pag. 11:** En la segunda línea del segundo párrafo, donde dice: "...de los años sesenta", debe decir: "...de los años setenta"

**Pag. 18:** En la sexta línea del primer párrafo, donde dice: "...en febrero de se año", debe decir: "...en febrero de ese año"

**Pag. 22:** En la última línea, donde dice: "...y la capacidad para imporotar", debe decir: "...y la capacidad para importar,"

**Pag. 23:** En la Tabla No. 2, las cifras correspondientes al mes de abril de 1988 son las siguientes:

|            | FIV | BCV      | TOTALBCV + FIV |          |       |       |
|------------|-----|----------|----------------|----------|-------|-------|
|            |     | Reservas |                | Reservas |       |       |
|            |     | Oper.    | Total          | Líquidas | Otras | Total |
| Abril 1988 | 693 | 3033     | 8939           | 3726     | 5906  | 9632  |

**Pag. 28:** En la sexta línea del segundo párrafo, donde dice: "...tasas ubicarlas", debe decir: "...tasas hasta ubicarlas"

**Pag. 38:** En la Tabla No. 8, donde dice: "Tarea de Desempleo", debe decir: "Tasa de Desempleo"

**Pag. 43:** El título de la obra citada es: *The United Mexican States, Collateralized Floating Rate Bonds Due 2008 (Collateralized as to Principal at Stated Maturity Only). Invitation for Bids.*

**Pag. 56:** En la última cita, donde dice "Consequences of ...", debe decir: "Consequences of ...".



## **EL COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA ECONOMIA VENEZOLANA**

Durante los últimos quince años la economía venezolana ha experimentado grandes cambios, pudiendo distinguirse varias etapas contrastantes.

### **1.1- La Bonanza Petrolera (1974-1977)**

Este período, que se inició con el primer gran aumento de los precios del petróleo de mediados de los años sesenta, se caracterizó por la implantación de un ambicioso plan económico, cuyos objetivos principales eran el desarrollo acelerado de las industrias básicas (aluminio, acero, electrificación, etc.), y el mejoramiento y ampliación de los servicios públicos.

Ello implicó que el gasto público experimentara un aumento sostenido de grandes proporciones a lo largo de ese período, haciendo que las finanzas públicas pasaran de una condición superavitaria en los primeros años de ese lapso a otra deficitaria. Esto fue consecuencia no sólo de aquel mayor gasto sostenido, sino también del estancamiento de los ingresos gubernamentales a partir de 1975 debido a la estabilización de los precios y de las exportaciones de hidrocarburos que se operó durante los años 1975 a 1977.

A través de ese mayor gasto público se monetizó buena parte del flujo de recursos provenientes de las exportaciones pe-

troleras, así como el que se obtenía por la vía del endeudamiento externo, que comenzó a crecer rápidamente a partir de 1976 para financiar los proyectos de inversión en marcha y los déficit fiscal y de cuenta corriente que empezaron a producirse a partir de ese año.

La inyección de recursos por la vía fiscal, combinada con una mayor disponibilidad de crédito, producto de una política monetaria expansiva que también se implantó entonces, hicieron que la demanda privada, al igual que la pública, creciera intensamente durante ese período. Así, en el lapso 1975-1977 el consumo privado real experimentó una tasa de crecimiento interanual promedio del 9,9 por ciento, mientras que la de la inversión bruta fija privada real fue de 24,6 por ciento.

El elevado incremento de la demanda, tanto pública como privada, estimuló la actividad productiva, haciendo que la producción real de varios sectores (manufactura, comercio, transporte y otros) creciera en más de un 10 por ciento por año en ese período, y que el de la construcción lo hiciera en más del 20 por ciento, en parte debido al extraordinario incremento que experimentó la demanda de bienes no comercializables.

Sin embargo, el aumento de la oferta interna fue mucho menos intenso que el de la demanda, por lo que surgió un desequilibrio macroeconómico creciente, sin embargo, esta circunstancia no desencadenó un proceso generalizado de aumentos de precios debido a la existencia de controles y subsidios gubernamentales, pero principalmente al intenso aumento que experimentaron las importaciones, las cuales complementaron la oferta interna insuficiente de bienes comercializables. No obstante, en el caso de los bienes no comercializables se operó una inflación de proporciones apreciables, que en algunos años superó holgadamente el 50 por ciento.

El aumento sostenido e intenso de las importaciones, combinado con el ligero decrecimiento y ulterior estabilización de

las exportaciones petroleras que siguió al súbito aumento de 1974, hicieron que se pasara de un superávit corriente de US\$ 5.760 millones en 1974 a un déficit de US\$ 3.179 millones en 1977.

Lo anterior explica por qué al final de ese período de bonanza (1977) la economía se caracterizaba por desequilibrios, no sólo en el ámbito fiscal y externo, sino también en el mercado de factores de producción, particularmente en el laboral. Este último se caracterizaba por una condición de sobredemanda con la consecuente escasez de mano de obra, particularmente de la especializada y semi especializada; esto, a su vez se tradujo en absentismo y en una elevada rotación de personal, con la consecuente contracción de productividad.

## **1.2- 1978/1982 Crisis y Recesión**

En 1978 la situación económica hizo crisis. El debilitamiento del mercado petrolero y la consecuente caída de los precios que se produjo ese año contribuyeron a agravar los desequilibrios, a pesar de los esfuerzos de disciplina fiscal y monetaria que se intentaban imponer desde mediados de 1977. En efecto, el déficit del sector público consolidado continuó operándose, y el de las transacciones corrientes externas superó los US\$ 5.700 millones, lo cual equivalía a más del 14 por ciento del PTB. Esto hizo crear una expectativa cambiaria negativa que a su vez se manifestó en una salida masiva de capitales.

**La segunda subida del petróleo de 1979-1980**, creada por los cambios políticos de Irán y la salida del mercado de ese importante productor, se reflejaron en Venezuela, aun cuando en este caso no generaron una bonanza similar a la de la segunda mitad de la década de los setenta. El súbito aumento de las exportaciones de hidrocarburos, combinado con una desaceleración de las importaciones debido a la culminación de los grandes proyectos de inversión emprendidos en los años anteriores, corrigieron



el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, lográndose un práctico equilibrio en 1979 y luego un superávit superior a los US\$ 4.700 millones en 1980.

Sin embargo, el déficit del sector público continuó a pesar de los mayores ingresos que provenían del sector petrolero y de los esfuerzos de restricción de gasto interno que se continuaron haciendo a nivel de gobierno central. Según Palma (1985), esto se debió a la sólida expansión que durante 1979 y 1980 continuó mostrando el gasto público descentralizado, particularmente el de las empresas del Estado, debido a la entrada en operación de las nuevas plantas o ampliaciones, fruto de las cuantiosas inversiones de los años precedentes.

En 1981, si bien el gasto interno de los entes descentralizados dejó de crecer, el del gobierno central se expandió grandemente. Este mayor gasto fiscal, que se financió con los excedentes de ingreso percibidos y acumulados en el exterior por la industria petrolera en los dos años precedentes como consecuencia de sus mayores exportaciones, buscaba estimular la actividad económica interna, la cual desde 1979 se encontraba estancada a pesar del mayor gasto real del sector público que se había operado en ese lapso.

El efecto expansivo del mayor gasto público fue neutralizado por una sostenida contracción de la demanda del sector privado. Así, la inversión bruta fija real se contrajo a una tasa interanual promedio de 21,6 por ciento en el período 1979-1981, mientras que el consumo real privado per cápita lo hizo a una tasa de 2,2 por ciento. La razón que explica este último comportamiento es la contracción sostenida que padeció la capacidad de compra del venezolano como consecuencia de un mayor desempleo y de la caída de los salarios reales, causada en buena medida por las mayores presiones inflacionarias de esos años.

La contracción del consumo, la notable ampliación de la capacidad de producción generada por las cuantiosas inversiones

durante la bonanza petrolera de los años previos, y las atractivas opciones de colocación de recursos en el exterior debido a los altos intereses existentes en los mercados financieros internacionales, fueron las principales razones que explican la contracción de la inversión privada de esos años.

Buena parte de los recursos inyectados a la actividad económica por la vía del gasto público se enviaban al exterior atraídos por los mayores intereses foráneos, continuando así la salida masiva de capitales, a pesar de haber desaparecido las expectativas cambiarias negativas de 1978 y comienzos de 1979 como consecuencia de la nueva alza de los precios del petróleo.

Esa transferencia de fondos se acentuó grandemente durante varios meses de 1981, cuando las nuevas autoridades monetarias de entonces decidieron reducir las tasas de interés internas, ubicándolas en niveles substancialmente inferiores a las externas con el propósito deliberado de estimular las salidas de capitales, para así impedir que los fondos que se inyectaban a la economía por la vía fiscal generaran presiones inflacionarias (Ver Rodríguez 1987 y Palma 1985).

En agosto de 1979 las autoridades económicas de la nueva administración del Presidente Herrera Campins decidieron eliminar los severos controles de precios que habían estado vigentes durante el gobierno anterior, permitiendo esto la materialización de la inflación represada creada por aquellos controles. Esta situación, combinada con un aumento general de sueldos y salarios a comienzos de 1980, y el incremento de múltiples costos de producción, tanto internos como externos, generó una aceleración de la inflación, la cual sobrepasó el 21 por ciento en 1980. Esto contrastaba con la inflación observada hasta entonces, la cual fue de algo más de 8 por ciento por año en el lapso de la bonanza petrolera (1974-1977), y de tan solo 1,8 por ciento durante la década de los 60 y comienzos de los años 70.

La distorsión de los precios relativos creada por aquella mayor inflación interna, combinada con la congelación del tipo de cambio nominal a la tasa de Bs./US\$ 4,30, generó una situación de sobrevalorización del bolívar, haciendo que el índice de la paridad del poder de compra con base 1979 = 100 pasase a 117 en 1981. Ello explica en buena medida por qué las importaciones continuaron siendo muy elevadas durante esos años a pesar de la situación de estancamiento que se vivía.

En efecto, si bien al concluirse las cuantiosas inversiones hechas durante el período de la bonanza petrolera las importaciones de mercancías bajaron en 1979, las mismas se mantuvieron en un elevado nivel, reiniciando su crecimiento en 1980, y acentuándose éste en 1981 y 1982. De allí que la relación de importaciones de bienes y servicios a PTB de esos años se mantuviera en niveles muy altos (32%) y substancialmente mayores a los históricamente observados en la economía antes de la bonanza petrolera (20% promedio en los años 60 y principios de los 70).

Sin embargo, el elevado flujo de divisas que ingresaba procedente de las mayores exportaciones de petróleo y del endeudamiento externo, permitía cubrir aquellas cuantiosas importaciones así como la salida persistente de capitales por parte del sector privado, y al mismo tiempo mantener un elevado nivel de reservas internacionales. En efecto, a fines de 1981 los activos internacionales líquidos de Venezuela <sup>2</sup> se acercaban a US\$ 17.000 millones.

<sup>2</sup> Los activos internacionales líquidos estaban constituidos por las reservas internacionales en poder del Banco Central, del Fondo de Inversiones de Venezuela (FIV), de la Banca Comercial, así como por los depósitos de divisas en el exterior de Petróleos de Venezuela (PDVSA). Estos últimos recursos no se contabilizaban como reservas, a pesar de ser fondos líquidos propiedad de un ente público como PDVSA.

EL FIV fue creado en 1974 para administrar los recursos excedentarios de las exportaciones de petróleo que no se inyectaban a la economía en el momento en que se generaban; posteriormente se transformó en el principal financiador de las inversiones en las empresas del Estado. PDVSA por su parte, se creó a raíz de la nacionalización de la industria petrolera de 1976, es la casa matriz del holding petrolero estatal.

### 1.3- 1982 / 1983 Debilitamiento Petrolero, Salida de Capitales y Control de Cambios

Esta situación cambió en 1982, cuando la contracción de exportaciones de petróleo debido al debilitamiento del mercado internacional, y las menores posibilidades de obtención de préstamos externos, redujeron los ingresos de divisas. Los egresos, por su parte, aumentaron notablemente debido a un nuevo incremento de las importaciones -que ese año alcanzaron su máximo nivel histórico- y a un recrudecimiento de la fuga de capitales, producido en este caso no ya por las mayores tasas de interés internacionales (para ese momento las locales eran mayores que las foráneas), sino por las expectativas de la devaluación que surgieron nuevamente como consecuencia de los menores ingresos de divisas. A pesar de ello y de la sobrevalorización del bolívar, se mantuvo el tipo de cambio de Bs./US\$ 4,30 y la libertad cambiaria. (Ver Palma, 1985).

Tabla Nº 1

#### Activos Financieros Internacionales (Millones de Dólares)

|                                      | 1981          | 1982*        | 1982**        |
|--------------------------------------|---------------|--------------|---------------|
| Banco Central de Venezuela           | 8.619         | 7.084        | 10.039        |
| Fondo de Inversiones de Venezuela    | 2.452         | 1.521        | 1.521         |
| Banca Comercial                      | 338           | 64           | 64            |
| Sub-Total (Reservas Internacionales) | 11409         | 8.669        | 11.624        |
| Petróleos de Venezuela               | 5.528         | 285          | 285           |
| <b>TOTAL</b>                         | <b>16.937</b> | <b>8.954</b> | <b>11.909</b> |

**Nota:** Excluye Cuentas por Cobrar de PDVSA

\* Oro Valorizado a \$/Oz. Troy 42,22

\*\* Oro Valorizado a \$/Oz. Troy 300,00

**Fuente:** Banco Central de Venezuela  
Petróleos de Venezuela  
MetroEconómica

Todo lo anterior hizo que el monto de activos líquidos internacionales sufriera una severa contracción, pasando de US\$ 16.937 millones a fines de 1981 a US\$ 8.954 millones al término de 1982. Esta situación continuó, incluso con mayor intensidad, durante los primeros meses de 1983, hasta establecerse en febrero de ese año un **control de cambios con tipos de cambio diferenciales** para las operaciones comerciales, dejándose libertad para las transacciones financieras, pero a partir de ese momento a un tipo de cambio flotante. Así terminó el régimen de libertad cambiaria con tipo de cambio fijo que estuvo vigente por casi 20 años.<sup>3</sup>

Dado que el Banco Central de Venezuela capta automáticamente más del 90 por ciento de las divisas generadas por las exportaciones, ya que el Estado es el gran exportador -petróleo, aluminio, etc.-, la ejecución del control de cambios prácticamente se ha circunscrito a la administración de esas divisas, limitándose el acceso que a ellas tienen los importadores y otros demandantes.

Los elevados inventarios de productos foráneos que se acumularon en 1982 ante la expectativa devaluacionista existente, así como la severa recesión que se vivió en 1983 y las dificultades y limitaciones que existían para obtener dólares a tasas de cambio preferenciales, hicieron que las **importaciones de mercancías** se contrajeran en 1983 en un 52,8 por ciento con respecto al año precedente.

<sup>3</sup> En agosto de 1982 se decidió transferir los depósitos de PDVSA al Banco Central, pasando estos recursos a formar parte de las reservas internacionales; igualmente, se revaluaron las reservas de oro en poder de ese organismo, que hasta ese momento habían sido valuadas a US\$ 42,22 la onza troy, registrándose desde entonces a US\$ 300 la onza troy. Esto último expandió considerablemente las reservas en US\$ 2.935 millones. En esta estimación se siguen registrando las reservas de oro a US\$ 42,22 la onza troy.

#### **1.4- 1984 / 1988 Del Ajuste a la Recuperación con Crisis Externa**

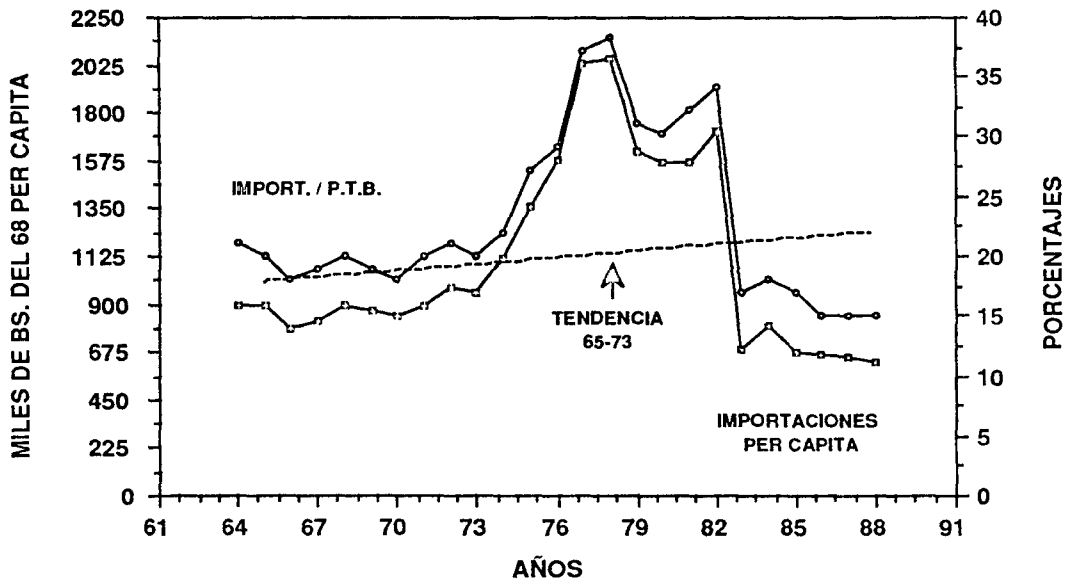
Después de la caída de las importaciones de 1983 se pensó que el bajo nivel alcanzado era insostenible y que en los años subsiguientes se operaría un importante aumento de estas compras externas, pues se creía que la dependencia de suministros foráneos era muy elevada. Sin embargo, después de un aumento del 13,3 por ciento en 1984, en 1985 las mismas prácticamente se estancaron, habiendo experimentado una contracción en términos reales.

Esto se debió en buena medida a la continuación de la recesión económica de esos años como producto de la política de ajuste implantada por la administración del Presidente Lusinchi durante sus dos primeros años de gestión (1984-1985), condición de base para poder avanzar en el proceso de reestructuración de la deuda pública externa, sin que ello viniera acompañado de un acuerdo formal previo con el Fondo Monetario Internacional.

Curiosamente, en 1986 y 1987 las importaciones sólo mostraron crecimientos marginales, a pesar de haberse operado durante esos años crecimientos reales del PTB de cierta magnitud. Este mayor nivel de actividad económica se produjo en respuesta a la implantación de políticas fiscales expansivas que buscaban revertir la recesión que se había vivido desde fines de la década de los 70, y que había recrudecido en el lapso 1983-1984.

Como producto de todo lo anterior, las importaciones reales de bienes y servicios expresadas en términos per cápita y por unidad de PTB real han mostrado una sostenida contracción desde 1983, a excepción de 1984 cuando aumentaron ligeramente, al punto que los niveles alcanzados en 1987 eran menores a los observados en 1973, es decir a los existentes antes de la bonanza petrolera. (Ver Gráfico N° 1).

### IMPORTACIONES REALES PER CAPITA Y RELACION IMPORT. REALES/P.T.B. REAL



Durante los años 1983-1985 se lograron importantes superávits en la cuenta corriente de la balanza de pagos que compensaron los déficits de la cuenta capital, haciendo que las reservas internacionales experimentaran aumentos sostenidos en esos años, después de la severa contracción de 1982 que llevó al establecimiento del control de cambios a comienzos de 1983. De hecho, a fines de 1985 las reservas internacionales totales eran de US\$ 15.478 millones<sup>4</sup>, equivalentes a más de 25 meses de importaciones de mercancías. Esto equivalió a un aumento de US\$ 3.854 millones con respecto a los niveles de fines de 1982 (US\$ 11.624 millones).

La situación externa cambió drásticamente en 1986 cuando el derrumbe de los precios internacionales del petróleo implicó una contracción de más del 43 por ciento del valor de las exportaciones petroleras. Esto, combinado con los elevados pagos netos por concepto de servicio de la deuda externa (pagos de capital e intereses menos nuevos créditos), que representaron ese año más del 54 por ciento de las exportaciones de hidrocarburos y del 41 por ciento de las ventas externas de bienes y servicios<sup>5</sup>, hicieron que las reservas internacionales se contrajeran en más de US\$ 3.800 millones, monto equivalente al 25 por ciento de las existentes a fines de 1985.

En 1987 continuó observándose la contracción de reservas internacionales, aunque con menor intensidad que en 1986. La menor caída se debió a las mayores exportaciones de petróleo producidas por la recuperación de los precios, así como a los menores pagos netos por servicio de deuda externa de ese año, en parte consecuencia de un importante aumento de las líneas de crédito para importaciones.

<sup>4</sup> En este caso las reservas de oro se valúan a \$/Oz Troy 300.

<sup>5</sup> En septiembre de 1984 se llegó a un acuerdo de reestructuración de la deuda pública externa con la banca acreedora internacional, no formalizándose la firma del acuerdo sino hasta febrero de 1986. Semanas antes de firmarse los contratos se negoció con la banca postergar algunos pagos de amortización correspondientes a los años 1985 y 1986. Para un análisis del manejo de la deuda pública externa en el lapso 1983-1987 ver Palma (1987).



Sin embargo, la situación se ha agravado nuevamente durante los primeros meses de 1988 como consecuencia de un nuevo debilitamiento de los precios petroleros, y de las dificultades de los importadores para conseguir ampliaciones en sus créditos para importación. De hecho, las reservas internacionales líquidas en poder del Banco Central y del Fondo de Inversiones de Venezuela se han contraído en US\$ 1.180 millones aproximadamente durante el primer cuatrimestre de ese año, haciendo que en tan solo 28 meses (de enero de 1986 a abril de 1988) estas reservas líquidas se hayan reducido en casi un 63 por ciento, y que las reservas totales lo hayan hecho en un 37,8 por ciento. (Ver Tabla N° 2)

Siempre manteniendo tasas diferenciales aplicables a distintas transacciones corrientes, las tasas preferenciales han sido ajustadas esporádicamente desde que se implantó el control de cambios. El más drástico de estos ajustes tuvo lugar en diciembre de 1986, cuando se modificó el tipo de cambio aplicado a la mayor parte de las transacciones controladas de Bs./US\$ 7,50 a Bs./US\$ 14,50. Esta devaluación del 93 por ciento puede catalogarse de exagerada, ya que para ese momento la corrección de la sobrevalorización del bolívar comercial no exigía un ajuste cambiario de esa magnitud.<sup>6</sup>

La tasa de cambio libre del bolívar con respecto al dólar, por su parte, ha mostrado una tendencia alcista desde la implantación del control de cambios, aun cuando se han observado períodos de baja y de estabilización. Sin embargo, el nivel de esta tasa siempre se ha mantenido por encima de las tasas preferenciales oficiales, no siendo extraños los lapsos en los que dicha diferencia supera el 100 por ciento.

Esto, claro está, se ha reflejado negativamente en la economía, particularmente en el proceso de determinación de los

<sup>6</sup> De acuerdo a estimados hechos por MetroEconómica, a fines de 1986 el tipo de cambio de equilibrio del bolívar de acuerdo a la paridad de poder de compra y la capacidad para importar, era de Bs./US\$ 11,90. Ver Fontiveros (1987).

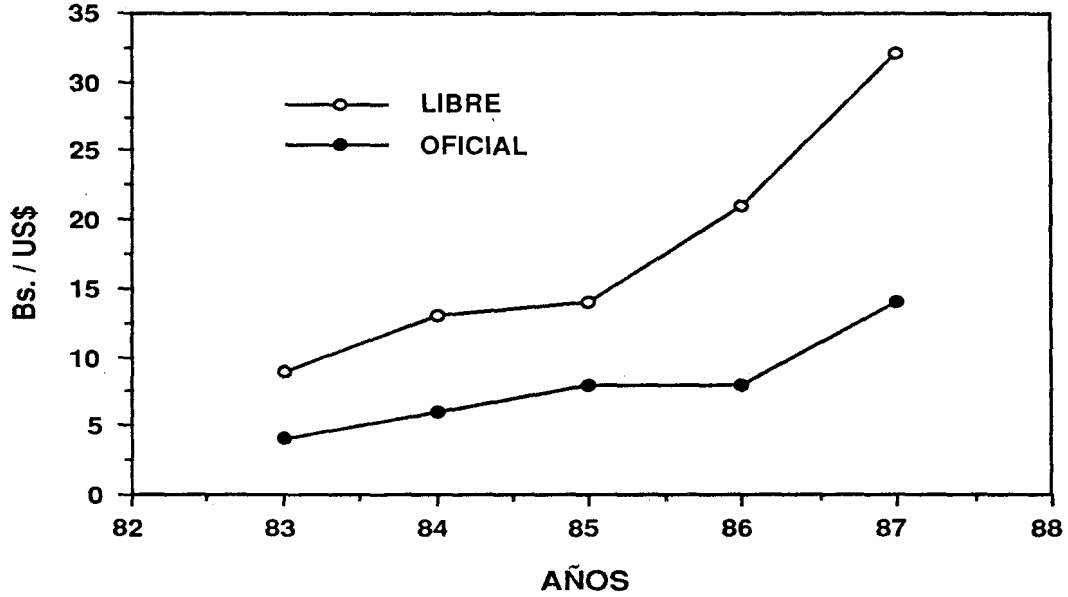
**Tabla N° 2**  
**Reservas Internacionales**  
**(Millones de Dólares)**

| Período                                | F I V  | B C V               |        | TOTAL BCV + FIV   |       |        |
|--|--------|---------------------|--------|-------------------|-------|--------|
|  | Total  | Reservas Operativas | Total  | Reservas Líquidas | Otras | Total  |
| Diciembre 1985                         | 1.748  | 8.207               | 13.746 | 9.955             | 5.539 | 15.494 |
| Diciembre 1986                         | 1.827  | 4.273               | 9.858  | 6.100             | 5.585 | 11.685 |
| Diciembre 1987                         | 1.385  | 3.518               | 9.376  | 4.903             | 5.858 | 10.761 |
| Abril 1988                             |        |                     |        |                   |       |        |
| Variación Abril 88 /<br>Diciembre 1985 |        |                     |        |                   |       |        |
| Absoluta                               | -1.055 | -5.174              | -4.807 | -6.229            | 367   | -5.862 |
| Porcentual                             | - 60,4 | - 63,0              | - 35,0 | - 62,6            | 6,6   | - 37,8 |

Nota: Las reservas líquidas se definen como la suma de las reservas operativas del BCV y las reservas del FIV. Los estimados de 1988 son preliminares.

Fuente: Banco Central de Venezuela y MetroEconómica.

### TIPOS DE CAMBIO



precios, los cuales cada vez se han visto más influenciados por aquella tasa libre. En otras palabras, se ha producido un proceso de "dolarización" de la economía, de acuerdo al cual un número cada vez mayor de precios se establece en dólares, utilizándose la tasa de cambio libre para expresarlos en moneda local.<sup>7</sup>

Desde el establecimiento del control de cambios se ha notado una mayor presión inflacionaria a excepción del año 1983, cuando se experimentó el menor aumento de los precios de los últimos 15 años. Ello se explica por los severos controles de precios que se impusieron en ese año electoral, arguyéndose que gran parte de los productos vendidos habían sido importados al tipo de cambio tradicional de Bs./US\$ 4,30, o producidos con materias primas y bienes intermedios adquiridos en el exterior a ese tipo de cambio. Incluso, después de haberse implantado el control cambiario, y particularmente en 1983, un elevado porcentaje de las importaciones se continuaron haciendo a esa tasa de cambio.

Sin embargo, a partir de 1984 se notó una aceleración de la inflación, aunque su intensidad fue moderada por una serie de factores entre los que hay que mencionar: 1) lo paulatino del proceso de modificación (devaluación) del tipo de cambio controlado aplicado a las importaciones; 2) los controles gubernamentales; y 3) la debilidad de la demanda existente en esos años de recesión y ajuste, y particularmente del consumo real, el cual seguía contrayéndose en términos per cápita debido a la merma del poder adquisitivo de la población.

Estos dos últimos factores contribuyeron a generar una situación de depresión en los márgenes de beneficio, ya que los mayores costos de producción no se transferían totalmente a los precios finales, no sólo como consecuencia de los controles

<sup>7</sup> Para un análisis más detenido sobre los efectos de estos diferenciales cambiarios, ver Durnberg (1986) y García (1987).

existentes, sino también por temor al derrumbamiento de los volúmenes de venta.

En efecto, la sostenida contracción del ingreso personal disponible real que padecía la población desde 1979, no sólo hizo que el consumo real per cápita bajara ininterrumpidamente por más de seis años (1979-1985), sino también que aumentara la elasticidad precio de la demanda. En consecuencia, los productores preferían reducir sus márgenes de beneficio absorbiendo parte de los mayores costos a elevar sus precios, ya que temían que lo que se ganara por el aumento de éstos estuviera más que compensado por la contracción en el volumen de ventas.

En la segunda mitad de 1986 aumentaron las presiones inflacionarias, principalmente como consecuencia del crecimiento del consumo, el cual se vió estimulado por la política fiscal expansiva que se implantaba desde fines de 1985, y por las expectativas cambiarias e inflacionarias de ese año. La situación de tasas de interés reales negativas existente estimuló grandemente el crédito, con el fin de financiar compras anticipadas que se realizaban como un medio para protegerse de la inflación esperada.

Este aumento de la demanda, sin embargo, no vino acompañado de un incremento equivalente de la oferta, en parte por problemas de desabastecimiento de materias primas importadas. La expectativa de devaluación gestada por el derrumbamiento de los precios del petróleo de 1986 creó una sobredemanda de dólares preferenciales, ante lo cual se redoblaron los controles cambiarios, retrasando o impidiendo que se materializaran muchas importaciones necesarias. Esto a su vez creó presiones adicionales en el mercado libre de divisas, donde se elevó la cotización del dólar en forma notable.

No obstante, los severos controles gubernamentales y la aún elevada elasticidad precio de la demanda impidieron la materialización de parte de aquellas mayores presiones inflacionarias, haciendo que la inflación promedio de 1986 fuese similar a las de los dos años precedentes.

### **1.4.1- 1987 Un Año de Mayor Inflación**

Esta situación cambió drásticamente en 1987 cuando se operó la mayor inflación conocida de Venezuela.<sup>8</sup> La maxidevaluación del 93 por ciento del bolívar decidida en diciembre de 1986, combinada con un aumento de múltiples costos de producción, entre ellos los salarios que fueron incrementados por decreto en mayo de ese año, contribuyeron a elevar los precios y a crear una expectativa inflacionaria. A su vez, el crecimiento del consumo, producto de la política fiscal expansiva que continuaba implantándose, y del deseo del público de adquirir bienes no comercializables y bienes durables en general para protegerse de la inflación, contribuyeron a aquel aumento de precios.

El consumo de estos bienes durables se facilitó por la decisión de las autoridades económicas de congelar las tasas de interés en niveles artificialmente bajos y divorciados de la mayor inflación esperada, agravando considerablemente la situación de tasas de interés reales negativas ya existente.

En efecto, la expectativa inflacionaria generada por la maxidevaluación del bolívar de diciembre de 1986 ubicó la inflación esperada de 1987 en torno al 30 por ciento, pues se generalizó el convencimiento de que las empresas no podrían continuar absorbiendo los mayores costos de producción por la vía de contracción de sus márgenes de beneficio. Las tasas de interés, por

<sup>8</sup> De acuerdo a estadísticas del Banco Central de Venezuela, el aumento interanual promedio del índice de precios a nivel de consumidor fue de 28,1%, mientras que entre diciembre de 1986 y diciembre de 1987 aquel índice aumentó en 40,3%.

su parte, se congelaron a los niveles existentes desde 1985, siendo éstas del 10 por ciento para los depósitos a plazo y de 13 por ciento para los préstamos. Estas cifras dan idea de la magnitud de las tasas de interés reales negativas existentes.

Esa situación estimuló grandemente el crédito, sobre todo el de carácter especulativo, y desestimuló el ahorro, limitando la captación de depósitos, particularmente de la banca hipotecaria y del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo. Ante el desequilibrio creado en el mercado financiero, el Banco Central de Venezuela trató de elevar estas tasas ubicarlas en niveles más razonables, lo cual no fue posible por la reiterada negativa de las autoridades económicas gubernamentales.

Los voceros del Ejecutivo argüían que esa elevación traería una serie de percances en sectores como el de la construcción, ya que el encarecimiento del crédito impediría a una gran masa poblacional adquirir su vivienda, o seguir cancelando sus obligaciones hipotecarias.

Ante la imposibilidad de ajustar las tasas, y dado el riesgo inflacionario implícito en la sobredemanda de créditos, el instituto emisor decidió implantar una política monetaria restrictiva. Para ello, además de limitar el redescuento y los anticipos, elevó la tasa de interés que ofrece en su mesa de dinero con el fin de atraer las reservas excedentarias de la banca, limitando así la capacidad crediticia de ésta.

Esto generó una situación de astringencia financiera, que combinada con las bajas tasas de interés controladas, hicieron surgir un mercado financiero paralelo en el que las tasas imperantes eran muy superiores a las oficiales.

La estrechez de liquidez, conjuntamente con controles de precios más estrictos, ayudó a desacelerar la inflación durante los primeros meses de 1988. Adicionalmente, forzó a múltiples empresas a vender dólares con el fin de obtener recursos loca-

les, lo cual contribuyó a la estabilidad del tipo de cambio libre, que se mantuvo durante varios meses de 1988 en niveles próximos a los Bs/US\$ 30 después de haber superado la cotización de Bs/US\$ 36 en septiembre de 1987. Esto sucedió a pesar de la caída de las reservas internacionales, y de las expectativas petroleras adversas que caracterizaron ese período.

Como se deduce de este análisis, la política económica reciente de Venezuela se ha caracterizado por la ausencia de coherencia, no teniendo ésta objetivos claros. Las decisiones económicas se toman frecuentemente en forma aislada, respondiendo en muchos casos a objetivos políticos inmediatos más que a metas o razones económicas.





## IMPACTOS DE DIFERENTES ESCENARIOS PETROLEROS

Con el fin de examinar las posibilidades de acción de la economía venezolana ante situaciones de debilitamiento prolongado en el mercado petrolero mundial, se simularon tres escenarios macroeconómicos alternativos para el período 1988-1991, cuyas diferencias básicas se concentran en los precios y los volúmenes de exportación de petróleo.

Estas simulaciones no deben interpretarse como proyecciones realistas de la economía para el período estudiado, sino simplemente como ejercicios cuantitativos que permiten apreciar las reacciones de la economía en escenarios alternativos.

**Tabla Nº 3**  
**Supuestos en Materia Petrolera**

|                              | 1988  | 1989  | 1990   | 1991   |
|------------------------------|-------|-------|--------|--------|
| Precios \$/barril:           |       |       |        |        |
| Escenario Base (Optimista)   | 16,1  | 16,9  | 18,2   | 19,5   |
| Escenario Intermedio         | 14,0  | 14,7  | 15,8   | 17,0   |
| Escenario Pesimista          | 12,0  | 12,6  | 13,5   | 14,5   |
| Exportaciones (Millones \$): |       |       |        |        |
| Escenario Base               | 8.681 | 9.385 | 10.189 | 11.336 |
| Escenario Intermedio         | 8.130 | 8.837 | 9.680  | 10.512 |
| Escenario Pesimista          | 7.108 | 7.805 | 8.635  | 9.437  |

En los tres ejercicios se aplica una política económica muy similar a la implantada en los últimos años. Sin embargo, se supone que las autoridades económicas harían esfuerzos por racionalizar el gasto, tratando de impedir el dislocamiento del déficit consolidado del sector público, pero a la vez evitando situaciones de profunda recesión.

A la vez, en los tres ejercicios se establece el criterio de que la deuda externa se seguirá sirviendo de acuerdo a los convenios vigentes, y que los créditos externos experimentarán una tendencia ascendente a lo largo del período, pero de proporciones moderadas.

## **2.1- Resultados de las Simulaciones**

Las consecuencias más directas que producen las menores exportaciones de petróleo se observan, lógicamente, en la balanza de pagos y en las finanzas públicas. En efecto, la merma en las ventas externas de hidrocarburos es la principal razón que explica los saldos menos favorables de las transacciones corrientes y las mayores presiones sobre las reservas internacionales, observándose en el lapso simulado (1988-1991) una pérdida adicional de éstas superior a los US\$ 2.300 millones en el escenario intermedio en comparación con el base, y de casi US\$ 5.700 millones en el pesimista.

**Tabla N° 4**  
**Balanza de Pagos y Reservas Interacionales**  
**(Millones de US\$)**

|                            | 1988   | 1989   | 1990   | 1991  |
|----------------------------|--------|--------|--------|-------|
| Saldo en Cuenta Corriente: |        |        |        |       |
| Escenario Base             | - 679  | 773    | 1.461  | 1.983 |
| Escenario Intermedio       | -1.347 | 141    | 1.032  | 1.369 |
| Escenario Pesimista        | -2.580 | 801    | 319    | 914   |
| Saldo Global:              |        |        |        |       |
| Escenario Base             | -1.885 | 839    | - 5    | 1.253 |
| Escenario Intermedio       | 2.554  | 1.470  | - 435  | 639   |
| Escenario Pesimista        | -3.786 | -2.412 | -1.147 | 184   |
| Reservas Internacionales:  |        |        |        |       |
| Escenario Base             | 8.624  | 7.785  | 7.780  | 9.033 |
| Escenario Intermedio       | 7.955  | 6.485  | 6.050  | 6.680 |
| Escenario Pesimista        | 6.722  | 4.311  | 3.164  | 3.348 |

Los ingresos del sector público, por su parte, y en particular los de la industria petrolera y del gobierno central, se ven severamente reducidos en los escenarios menos favorables. En efecto, en el lapso 1988-1991, los ingresos acumulados de la industria petrolera se contraerían en un 5,6 por ciento en el escenario intermedio con respecto al base, mientras que en el pesimista aquella contracción sería del orden del 15 por ciento.

Al suponer que las autoridades económicas tratarían de racionalizar el gasto público, pero sin que éste sufriera severas contracciones para así impedir situaciones de profunda recesión, aquella reducción de ingresos implicaría el agravamiento del déficit gubernamental. En efecto, el déficit acumulado para el período 1988-1991 llegaría a equivaler al 5,5 por ciento del PTB acumulado en el escenario petrolero intermedio, y a un 7,5 por ciento en el pesimista, cifras que contrastan con la de 4,3 por ciento del escenario base; sin embargo, en los tres casos la relación déficit/PTB experimenta francas tendencias a la baja.

**Tabla Nº 5**  
**Relación Deficit Público / PTB**  
**(Porcentajes)**

|                                | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | Acumulado |
|--------------------------------|------|------|------|------|-----------|
| Escenario Petrolero Base       | 10,4 | 4,2  | 4,0  | 1,4  | 4,3       |
| Escenario Petrolero Intermedio | 11,4 | 5,2  | 5,0  | 3,0  | 5,5       |
| Escenario Petrolero Pesimista  | 11,3 | 7,2  | 6,9  | 5,0  | 7,5       |

**Nota:** El Déficit Público se define como la diferencia entre los ingresos corrientes y los gastos totales del sector público, incluyéndose en estos últimos los pagos totales por servicio de deuda tanto local como externa.

Es importante aclarar que en este caso suponemos que las modificaciones cambiarias son las mismas en los tres escenarios. De haberse supuesto devaluaciones más acentuadas del signo monetario en los escenarios más adversos, aquellos déficit habrían sido menos intensos, pues ya se ha visto que las modificaciones cambiarias generan ingresos adicionales al fisco, bien sea por la vía de las utilidades cambiarias del Banco Central de Venezuela, o por la mayor capacidad tributaria de la industria petrolera.

Igualmente, si la depreciación de la moneda se hubiese establecido en razón proporcional a la situación petrolera en cada uno de los ejercicios, los mayores precios relativos de las importaciones que se habrían producido en los escenarios menos favorables habrían influido en las compras externas, mostrando éstas contracciones algo mayores a las estimadas.

Sin embargo, los niveles de las importaciones reales no habrían sido muy diferentes a los observados en las simulaciones, ya que las elasticidades precio y producto de las mismas son cercanas a la unidad, particularmente después de las drásticas contracciones que han experimentado esas compras desde 1983

(ver sección 1.4.) y la paulatina reducción en la capacidad ociosa en la industria sustitutiva. En consecuencia, ni los niveles de importación ni los saldos de las transacciones externas valorados en dólares habrían diferido grandemente de los observados en las simulaciones.

Tabla N° 6

**Importaciones de Mercancías y Saldo Comercial**  
(Millones de US\$)

|                              | 1988  | 1989  | 1990  | 1991  |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Importaciones de Mercancías: |       |       |       |       |
| Escenario Base               | 8.506 | 8.192 | 8.682 | 9.678 |
| Escenario Intermedio         | 8.601 | 8.238 | 8.565 | 9.418 |
| Escenario Pesimista          | 8.768 | 8.102 | 8.184 | 8.757 |
| Saldo Comercial:             |       |       |       |       |
| Escenario Base               | 1.702 | 3.030 | 3.674 | 4.127 |
| Escenario Intermedio         | 1.043 | 2.403 | 3.233 | 3.488 |
| Escenario Pesimista          | - 173 | 1.448 | 2.483 | 2.966 |

Es importante destacar el comportamiento de las importaciones de mercancías al comienzo del período analizado en los escenarios petroleros intermedio y pesimista, donde se observan **incrementos** de éstas con respecto al escenario base.

Este cuasi efecto de "Curva J" se debe al estímulo que sobre esas compras externas generan los menores precios relativos de las importaciones que se dan en los ejercicios más adversos, producidos por la mayor inflación interna frente a un comportamiento similar de los precios externos expresados en moneda local. Esto último se produce por la similitud en los supuestos de tipo de cambio en los tres escenarios.

Sin embargo, en los años subsiguientes sí se observan ligeras contracciones de las importaciones con respecto al caso base, ya que el moderado efecto cantidad proveniente de los me-

nores niveles de producción supera en valor absoluto al de los menores precios relativos.

Este comportamiento se vería reforzado por los controles más estrictos que se impondrían en el suministro de divisas para importaciones, en respuesta a la contracción de las exportaciones petroleras y a la sostenida caída de las reservas internacionales. Como ya se dijo, la contracción de estas reservas son por demás drásticas en los escenarios adversos, debido en parte a las limitaciones para la obtención de dinero fresco en el exterior que aquí suponemos en los diferentes ejercicios, particularmente en los primeros años estudiados.

Las presiones inflacionarias observadas están en relación directa con el grado de adversidad de los escenarios simulados, notándose los mayores aumentos de precios en el escenario más desfavorable. Esto se debe básicamente al incremento más acentuado de la oferta monetaria en estos ejercicios. Esto se produce como consecuencia de la monetización de los mayores déficit fiscales, los cuales se suponen son financiados en buena parte por el Banco Central

La mayor inyección de medios de pago por el financiamiento del déficit público compensa con creces el efecto contractivo que sobre la base monetaria tiene la reducción de las reservas internacionales, que a su vez depende del grado de adversidad de la situación petrolera internacional. En otras palabras, el efecto expansivo creado por la monetización del déficit es mayor en lo absoluto que el efecto contractivo que sobre la base monetaria genera la reducción de reservas internacionales en poder del Banco Central.

Otro factor que contribuye a generar presiones inflacionarias adicionales en los escenarios más adversos es la mayor escasez de divisas, que a su vez limita aún más las posibilidades de importación, y consecuentemente de producción ensanchándose así la brecha entre oferta y demanda

**Tabla Nº 7**

**Aumento de Precios a Nivel de Consumidor  
(Porcentajes)**

|                                | <b>1988</b> | <b>1989</b> | <b>1990</b> | <b>1991</b> |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Escenario Petrolero Base       | 15,4        | 20,0        | 20,5        | 21,7        |
| Escenario Petrolero Intermedio | 18,0        | 22,4        | 22,2        | 24,1        |
| Escenario Petrolero Pesimista  | 22,8        | 26,7        | 25,4        | 25,7        |

Las contracciones de la demanda del sector público debido a la menor disponibilidad de ingresos en los escenarios más adversos y a pesar de los esfuerzos que se realizan por evitar contracciones abruptas del gasto, combinadas con las del consumo privado, producidas por una parte por el mayor desempleo, y por la otra por el menor ingreso real de la población debido a las mayores presiones inflacionarias, limitan las posibilidades de la actividad productiva.

Eso explica por qué el producto territorial bruto no petrolero, después de contraerse en 1989 en los tres escenarios -en razón proporcional al grado de adversidad petrolera-, debido a la implantación de políticas de ajuste que se suponen para ese año (primer año del nuevo gobierno), experimenta un ligero crecimiento en el escenario base, un práctico estancamiento en el escenario petrolero intermedio, y una franca contracción en el caso más adverso.

En este último caso la contracción durante los primeros años analizados (1988-1989) es realmente severa, ya que es en ese lapso cuando más intensamente se deja sentir el impacto de la contracción de los precios de exportación.

El desempleo, por su parte, tiende a aumentar más acentuadamente en los escenarios menos favorables, notándose hacia fines del período analizado una tasa de desempleo superior al



14,3 por ciento en el escenario petrolero pesimista. Es importante destacar, sin embargo, que el comportamiento de esta tasa no muestra cabalmente la situación del sector laboral, ya que la misma sólo indica el porcentaje de la población activa afectada por una situación de desempleo abierto.

En esa tasa no se refleja la situación de subempleo, que afecta a aquellos miembros de la población activa que están siendo subpagados o que desempeñan actividades no cónsonas con su capacidad o destreza. Como es obvio esperar, en los escenarios más adversos el porcentaje de la fuerza laboral afectado por situaciones de subempleo debe ser mayor.

**Tabla Nº 8**

**Crecimiento del PTB Real No Petrolero y Desempleo  
(Porcentajes)**

|                                | 1988  | 1989  | 1990  | 1991  |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tasa de Crecimiento del P T B  |       |       |       |       |
| Escenario Petrolero Base       | 1,0   | 1,6   | 1,8   | 1,9   |
| Escenario Petrolero Intermedio | -0,8  | 2,6   | 0,5   | -0,2  |
| Escenario Petrolero Pesimista  | 4,0   | 5,7   | 1,7   | 1,4   |
| Tarifa de Desempleo.           |       |       |       |       |
| Escenario Petrolero Base       | 10,00 | 11,17 | 11,65 | 11,92 |
| Escenario Petrolero Intermedio | 10,06 | 11,49 | 12,24 | 12,78 |
| Escenario Petrolero Pesimista  | 11,19 | 12,14 | 13,38 | 14,33 |

**2.2. Opciones para Manejar una Situación de Reducción de los Precios de Exportación de Petróleo**

Ante los resultados anteriores cabe preguntarse qué opciones tendría Venezuela para enfrentar un deterioro en sus términos de intercambio, producido por la reducción abrupta de los precios de venta internacional del petróleo

Una de ellas es la **diversificación e incremento de las exportaciones no petroleras**. Si bien la economía venezolana tiene un importante potencial exportador que hay que desarrollar, no creemos que la concentración de esfuerzos para la expansión de este tipo de ventas externas sea el camino apropiado para enfrentar en el corto plazo una crisis creada por la caída de los precios de exportación, cuyos efectos se dejan sentir en forma inmediata, y por lo tanto exigen acciones rápidas y efectivas para enfrentarlas.

La diversificación y ampliación de exportaciones en una economía sin tradición exportadora como la venezolana exige un tiempo prudencialmente largo, en el cual se materialicen los frutos de una política económica orientada al fomento de este tipo de actividad, y en la que la dinámica cambiaria sea tan sólo uno de los componentes de aquella política.

Si bien es necesario implantar políticas orientadas al crecimiento hacia afuera que permitan desarrollar un sector exportador sólido y reduzcan en el mediano plazo la dependencia y vulnerabilidad petrolera, no es ese el camino para corregir los efectos inmediatos y de corto plazo que causa una caída de los precios de exportación.

Un camino alternativo podría ser la **implantación de una política de ajuste** más severa con la intención de reducir los requerimientos de importación de la economía. Sin embargo, como se observa en los resultados de los escenarios simulados, las contracciones que experimentan las importaciones como consecuencia del menor nivel de actividad económica en los escenarios más adversos son limitadas.

De hecho se observa, que la relación importaciones/PTB son ligeramente superiores en los escenarios más adversos, aunque las diferencias con respecto al base son marginales. Ello ratifica el criterio ya expresado acerca de las limitadas posibilidades de contracción de las importaciones después de las drásticas re-

ducciones que éstas sufrieran a partir de 1983. (Ver Sección 2.1).

En consecuencia debería explorarse un camino alternativo para enfrentar en forma inmediata una caída súbita de los precios de exportación, siendo lógico buscar alguna solución plausible en la reducción de los pagos por concepto de servicio de la deuda externa, bien sea a través de la reducción de los pagos, del incremento de nuevos préstamos, o de la combinación de ambos.

### **2.2.1- Limitación de los Pagos Netos por Servicio de Deuda Externa**

Con el objeto de examinar los efectos que tendría una reducción de los pagos netos por concepto de servicio de deuda, se simularon tres escenarios alternativos, en los que se mantuvieron los supuestos petroleros de los ejercicios ya analizados, pero donde se introdujeron algunos cambios en los supuestos sobre los pagos netos por concepto de obligaciones financieras foráneas, limitando el servicio neto de la deuda externa a tan solo un 20 por ciento de las exportaciones de bienes y servicios.

En estos casos se notó que los pagos acumulados por concepto de servicio neto de la deuda externa total se reducirían con respecto a los escenarios ya simulados en un 27 por ciento en el escenario base en un 30 por ciento en el escenario intermedio y en un 37 por ciento en el escenario más pesimista. Estos recursos podrían ser canalizados hacia el gasto interno con el objeto de implantar políticas fiscales más expansivas a las supuestas en los primeros escenarios simulados.

Como producto de la mayor inyección de recursos a la economía interna se notan unos resultados menos desfavorables de crecimiento y empleo en comparación con lo observado en las primeras simulaciones.

**Tabla N° 9**

**Tasas Promedio de Crecimiento y Desempleo  
(Porcentajes)**

|  | <b>Crecimiento<br/>PTB No Petrolero</b> | <b>Desempleo</b> |
|--|---|------------------|
| <b>Escenarios Con Servicio de Deuda<br/>de Acuerdo a Convenios Vigentes:</b> |   |                  |
| Escenario Petrolero Base   | 0,73                                    | 11,19            |
| Escenario Petrolero Intermedio   | - 0,79                                  | 11,64            |
| Escenario Petrolero Pesimista  | - 3,22                                  | 12,76            |
| <b>Escenarios Con Servicio de Deuda<br/>Igual al 20% de Exportaciones:</b>   |   |                  |
| Escenario Petrolero Base   | 0,88                                    | 10,67            |
| Escenario Petrolero Intermedio   | - 0,47                                  | 11,11            |
| Escenario Petrolero Pesimista  | - 2,67                                  | 11,93            |

En estos escenarios, igualmente, se notan unos resultados más favorables del sector externo. Incluso en el escenario petrolero más adverso se nota una reducción menos acentuada de las reservas internacionales, las cuales llegan en este caso a un nivel de US\$ 6.742 millones al final del período analizado, nivel que equivaldría a 9 meses de importaciones de mercancías. Esto contrasta con el nivel de reservas de US\$ 3.348 millones observado en el escenario más adverso de el primer juego de simulaciones, y el cual tan solo alcanzaba a menos de 5 meses de importaciones de bienes.

Este resultado se concentra en la cuenta capital, cuyo saldo es más favorable en este conjunto de escenarios que en los originales, ya que el mayor ahorro por concepto de servicio de deuda se concentra en los pagos de amortización.

**Tabla Nº 10****Reservas Internacionales  
(Millones de US\$)**

|   | 1988  | 1989  | 1990   | 1991   |
|---|-------|-------|--------|--------|
| Escenarios Con Servicio de Deuda de Acuerdo a Convenios Vigentes: |       |       |        |        |
| Escenario Petrolero Base  | 8.624 | 7.785 | 7.780  | 9.033  |
| Escenario Petrolero Intermedio                                    | 7.955 | 6.485 | 6.050  | 6.680  |
| Escenario Petrolero Pesimista                                     | 6.722 | 4.311 | 3.164  | 3.348  |
| Escenarios Con Servicio de Deuda Iguual al 20% de Exportaciones.  |       |       |        |        |
| Escenario Petrolero Base  | 9.664 | 9.727 | 10.231 | 11.360 |
| Escenario Petrolero Intermedio                                    | 9.083 | 8.603 | 8.761  | 9.391  |
| Escenario Petrolero Pesimista                                     | 8.013 | 6.770 | 6.400  | 6.742  |

En cuanto a los precios, podrían esperarse presiones inflacionarias algo mayores que en el primer juego de escenarios como consecuencia de la menor contracción de reservas internacionales en poder del Banco Central, lo cual implicaría expansiones algo mayores tanto de la base monetaria como de la oferta monetaria. Sin embargo, esta mayor expansión de dinero primario podría compensarse, y de hecho así lo suponemos, a través de la limitación de la asistencia financiera del Banco Central al sistema bancario, neutralizándose así el efecto monetario expansivo ya mencionado.

Un factor adicional que limitaría el crecimiento de los precios en estos casos es la posibilidad de incrementar las importaciones de mercancías debido a la mayor disponibilidad de divisas. Esto no sólo impediría la materialización de cuellos de botella en el aparato productivo que pudieran presentarse por escasez de materias primas y bienes intermedios de origen externo, sino que también limitaría los aumentos de precios de los bienes comercializables.

En consecuencia, las presiones inflacionarias de este grupo de escenarios no difieren grandemente de las observadas en las simulaciones originadas.

## **2.2.2- Un Tratamiento Alternativo al Problema de la Deuda Pública Externa**

Una de las conclusiones que puede extraerse de la experiencia de los últimos años en materia de deuda externa es que el mecanismo de reestructuración de pagos vigente desde 1982 no es el camino que llevará a una solución definitiva del problema. Las negociaciones permanentes de reestructuración tan solo sirven para ganar tiempo, con la esperanza de que en un futuro cercano se logre implantar un esquema alternativo viable y aceptable a todas las partes involucradas, que permita alcanzar la solución definitiva del problema. De allí la importancia de los esfuerzos que se han venido realizando en estos últimos años tendientes a buscar el mecanismo más idóneo y funcional.

Entre las tantas proposiciones expresadas a nivel mundial, México intentó aplicar un esquema interesante que consistía en adquirir a descuento (50%) US\$ 20.000 millones de sus compromisos financieros externos a cambio de bonos denominados en dólares emitidos por el gobierno mexicano con un vencimiento de 20 años. El pago de principal de estos títulos a su vencimiento estaría respaldado por bonos cupón cero de la Tesorería de los Estados Unidos, que podrían ser adquiridos por el gobierno mexicano con un descuento próximo al 80%.<sup>9</sup>

Sin embargo, el resultado de la implantación de este esquema fue muy poco exitoso en su primer intento, ya que México sólo adquirió US\$ 3.665 millones con un descuento aproxima-

<sup>9</sup> Para una explicación más exhaustiva de este esquema ver, Gobierno de México. The United Mexican States. **Collateralized Floating Rat Bonds Due 2008 (Collateralized as to Principal at Stated Maturity Only) Invitation for Bids, Enero de 1988.**

do de 30%, para lo cual emitió bonos a 20 años por un monto de US\$ 2.557 millones.

Entre las razones que explican el limitado éxito del esquema mexicano se puede citar la inflexibilidad de las regulaciones bancarias, particularmente las existentes en los Estados Unidos, que exigen a los bancos acreedores el registro como pérdida del monto correspondiente al descuento a que ellos estarían dispuestos a vender sus acreencias, en el mismo momento en que manifiestan su intención de participar en el esquema, y aun cuando esta participación no se materialice.

Igualmente, al realizarse el canje de acreencias por bonos, las regulaciones vigentes obligan a estas organizaciones a modificar el registro de sus activos, pasándolos de activos de crédito a activos de inversión, debiéndose valorar estos últimos al valor de mercado. Dado que los bonos mexicanos muy probablemente iban a cotizarse en el mercado con un descuento substancial, debido al riesgo implícito en la ausencia de garantía para el pago de intereses de los mismos, su aceptación por los bancos podía implicar para esas organizaciones pérdidas adicionales de importancia.

Ante los resultados tan limitadamente exitosos de este interesante esquema, se han hecho una serie de planteamientos orientados a hacerlo más funcional. Entre éstos hemos formulado algunas recomendaciones que buscan, entre otras cosas, la definición de un mecanismo que también asegure la cancelación de los intereses o rendimientos de los bonos emitidos por los gobiernos deudores. De esta forma esos títulos estarían plenamente respaldados, condición básica para que los acreedores se sientan inclinados a aceptarlos a cambio de sus acreencias.

En el esquema que proponemos, un organismo internacional como el Banco Mundial jugaría un papel de intermediación muy importante, pues éste se encargaría de cobrar al país deudor y emisor de los bonos los recursos para la cancelación regular

de los intereses de estos títulos, y a su vez realizaría estos pagos a los tenedores de los bonos.

Simultáneamente, esta organización recibiría en préstamo de los países industrializados superavitarios como Japón, Alemania y otros, recursos en cantidades suficientes que permitieran crear un fondo para dar asistencia financiera a los países deudores.

Esta asistencia pudiera consistir en el otorgamiento de préstamos de largo plazo para la adquisición de los bonos cupón cero de la Tesorería norteamericana, en caso de que la nación no dispusiera de reservas internacionales suficientes, así como en la apertura de líneas de crédito contingentes que permitirían garantizar la cancelación de los intereses de los bonos emitidos por el deudor. Estas líneas de crédito se activarían en caso de que los países en cuestión no pudieran cancelar momentáneamente los intereses o rendimientos de los bonos. El país por su parte, serviría esta deuda contraída con el organismo internacional de acuerdo a un esquema preestablecido.

De esa forma se posibilitaría la adquisición de las deudas de estos países al valor de mercado, es decir con un descuento substancial, reduciéndose así sus obligaciones financieras internacionales.

Igualmente, el servicio de la deuda externa se reduciría considerablemente, pues los pagos sobre la deuda adquirida tan sólo se limitarían, durante los próximos veinte años, a la cancelación de los intereses o rendimiento de los bonos que se emitan por un monto equivalente a aproximadamente la mitad de aquella deuda. A esos pagos habría que agregarle los que se generarían por el financiamiento otorgado por la institución internacional para la adquisición de los bonos cupón cero, o para el pago de intereses de los bonos.

Adicionalmente, la aplicación de esta proposición haría mucho más viable para los bancos acreedores participar en el esque-



ma, ya que a cambio de las acreencias actuales recibirían unos bonos que, al tener asegurado no solamente el pago de principal a su vencimiento sino también el de sus intereses, podrían valorarse en el mercado en niveles aceptables, tener buena aceptación y ser de fácil comercialización.

Sin embargo, la aplicación de esquemas como estos tendrían que contar con la voluntad política de las autoridades de los países industrializados, de tal forma que las regulaciones que se aplican a sus instituciones financieras sean más flexibles, y por lo tanto que permitan crear el ambiente propicio para la participación de estas organizaciones en estos esquemas de conversión de deuda.<sup>10</sup>

#### **2.2.2.1- Resultados de la Aplicación de el Esquema Propuesto de Conversión de Deuda Externa por Bonos**

Con la finalidad de analizar los posibles efectos de mediano plazo que la aplicación del esquema propuesto de conversión de deuda externa por bonos pudiera tener sobre la economía venezolana, se simularon nuevamente los tres escenarios petroleros, pero con un esquema de servicio de deuda externa del sector público similar al aquí formulado.

En consecuencia, se supone que la totalidad de la deuda pública externa mantenida con la banca acreedora privada (US\$ 20.000 millones aproximadamente), se adquiriría con un descuento del 50 por ciento a cambio de bonos a 20 años emitidos por la República de Venezuela por un monto de US\$ 10.000 millones, y los cuales pagarían un rendimiento anual de Libor más 1 por ciento.

<sup>10</sup> Para un análisis más detallado de esta proposición ver: Palma, P. A. "A Fórmula do México: Uma Sugestao Venezuelana", *Gazeta Mercantil*, 30 de marzo de 1988. Sao Paulo, Brasil, p. 4. Igualmente, Palma, P.A. *Un Esquema para la Conversión por Títulos de la Deuda Externa Latinoamericana*, Mayo 1988. Mi-neografiado.

Igualmente, suponemos que el Gobierno Venezolano acudiría a la organización financiera internacional intermediaria para obtener un préstamo equivalente al 50 por ciento del costo de los bonos cupón cero que tendría que adquirir para respaldar el pago de principal de los títulos venezolanos. Aquellos bonos podrían ser adquiridos con un descuento de aproximadamente 80 por ciento.

En consecuencia, habría que adquirir bonos cupon cero a 20 años, por una cantidad de US\$ 10.000 millones, para lo cual habría que pagar US\$ 2.000 millones. De ese monto, suponemos que Venezuela aportaría US\$ 1.000 millones de reservas y el resto se financiaría a través de un crédito otorgado por el organismo financiero internacional, sobre el que no habría que pagar amortización durante el período simulado, y los intereses se calcularían a una tasa equivalente a Libor.

Bajo este esquema de servicio de la deuda externa, los pagos acumulados por ese concepto serían menores que los que se realizarían en los 3 escenarios petroleros bajo el esquema de limitar esas erogaciones al 20% de las exportaciones de bienes y servicios. Incluso, en el escenario petrolero más adverso, en el que la reducción de las exportaciones también implicaría menos pagos por servicio de deuda, las cancelaciones que se realizan por este concepto bajo este último esquema son mayores que las que habría que hacer de aplicarse el esquema de conversión de deudas por bonos.

Sin embargo, en nuestro caso, durante el primer año se harían pagos mayores en el esquema de conversión por bonos, ya que aquí suponemos que el 50% del pago para la adquisición de los bonos cupon cero se haría con reservas del país.

**Tabla N° 11**

**Pagos Netos por Concepto de  
Servicio de Deuda Externa Total  
(Millones de US\$)**

|   | <b>1988</b>    | <b>1989</b>  | <b>1990</b>  | <b>1991</b>  |
|---|----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Escenarios Con Servicio de Deuda de Acuerdo a Convenios Vigentes</b> | <b>3.729</b>   | <b>3.846</b> | <b>3.612</b> | <b>3.029</b> |
| <b>Escenarios Con Servicio de Deuda Igual al 20% de Exportaciones</b>   |                |              |              |              |
| Escenario Petrolero Base  | 2.249          | 2.465        | 2.706        | 3.012        |
| Escenario Petrolero Intermedio  | 2.136          | 2.348        | 2.595        | 2.832        |
| Escenario Petrolero Pesimista   | 1.926          | 2.130        | 2.369        | 2.595        |
| <b>Escenarios Con Servicios de Deuda con Conversión por Bonos</b>       | <b>2.743 *</b> | <b>1.786</b> | <b>1.919</b> | <b>1.829</b> |

\* Incluye pago por US\$ 1.000 millones para la adquisición de los bonos cupón cero, y hecho con recursos de las reservas.

Esto hace que incluso en el escenario petrolero más adverso el monto de reservas internacionales al final del período analizado (1991) sea mayor que el que se lograría con un esquema de pagos netos de servicio de deuda externa equivalente al 20% de las exportaciones. En efecto, bajo el esquema de conversión de deuda por bonos estas reservas alcanzarían US\$ 7.300 millones, lo que equivaldría a 9,5 meses de importaciones de mercancía.

Esto daría una mayor capacidad de respuesta a situaciones petroleras adversas, aun cuando el cúmulo de esas reservas sería todavía limitado. De allí que no podría hacerse un uso más intensivo de las mismas, por ejemplo para financiar importaciones requeridas por un mayor nivel de actividad económica, sin que aumentara sustancialmente la vulnerabilidad de la economía ante eventuales deterioros de la situación petrolera.

Tabla N° 12

**Reservas Internacionales a Fines de 1991  
en el Escenario Petrolero Pesimista  
(Millones de US\$)**

|  | <b>Reservas</b> | <b>Meses<br/>de<br/>Importación</b> |
|--|-----------------|-------------------------------------|
| Servicio de Deuda por Convenios Vigentes       | 3.348           | 4,6                                 |
| Servicio de Deuda Igual a 20% de Exportaciones | 6.742           | 9,0                                 |
| Servicio de Deuda con Conversión por Bonos     | 7.297           | 9,5                                 |

Igualmente, los resultados de actividad económica medidos a través de la tasa de crecimiento del PTB no petrolero son menos desfavorables en los escenarios petroleros más adversos, ya que al disponerse de una mayor cantidad de recursos para ser inyectados localmente en vez de ser transferidos al exterior para la cancelación de los compromisos del servicio de la deuda externa, se pueden implantar políticas económicas menos recesivas. Consecuentemente, en este caso se notan tasas de desempleo menores que en los otros dos ejercicios anteriores.

Sin embargo, aún bajo los esquemas más favorables de servicio de deuda se observan tasas negativas de crecimiento de la producción de magnitud considerable. De allí que pueda concluirse que si bien la reducción de los pagos por concepto de servicio de deuda externa contribuiría a mitigar los efectos negativos de un debilitamiento sostenido e intenso de los precios del petróleo, aquellos menores pagos están lejos de neutralizar totalmente estos efectos, particularmente en el mediano plazo.

**Tabla Nº 13**

**Tasa de Crecimiento Anual Promedio del PTB No Petrolero  
y Tasa de Desempleo Promedio en el Escenario  
Petrolero Positivista  
(Porcentajes)**

|   | <b>Crecimiento</b> | <b>Desempleo</b> |
|---|--------------------|------------------|
| Servicio de Deuda por Convenios Vigentes    | - 3,2              | 12,8             |
| Servicio de Deuda Igual a 20% Exportaciones | - 2,7              | 11,9             |
| Servicio de Deuda con Conversión por Bonos  | - 2,0              | 11,5             |

Al igual que en el caso anterior, en este bloque no se notan mayores diferencias en las presiones inflacionarias con respecto a las observadas en el grupo de simulaciones originales, siendo esto explicado por las mismas razones mencionadas en el caso de los ejercicios con servicios de deuda equivalentes al 20 por ciento de las exportaciones (Ver sección 2.2.1).

### 3

## CONCLUSION

Este estudio destaca la alta vulnerabilidad que padecen las economías en desarrollo con alto nivel de deuda externa, pero a la vez con elevada dependencia de escasos productos de exportación, cuyos precios pueden fluctuar violentamente y mantenerse en bajos niveles por plazos relativamente prolongados, como es el caso de la economía venezolana.

Estas se encuentran permanentemente amenazadas por cambios súbitos que pudieran experimentar sus términos de intercambio, debido a circunstancias cambiantes sobre las que generalmente tienen poca capacidad de influencia. De allí la necesidad que tienen esas economías de prepararse para poder dar respuesta ágil a estos cambios adversos.

En tal sentido, éstas deben mantener elevadas reservas internacionales, reducir en la mayor medida las obligaciones de pago externo, entre las que destaca el servicio de la deuda, y tener asegurado el acceso al financiamiento internacional.

Para ello es necesario, entre otras cosas, buscar esquemas para el manejo de la deuda externa de estos países que sean además de viables y aceptables para todas las partes, distintos a los actualmente existentes. Si ante una caída de los precios de exportación el país deudor sólo logra mejorar los términos con sus acreedores, obteniendo mayores períodos de pago

y de gracia, así como reducciones de los márgenes de interés, sus posibilidades de enfrentar en el corto plazo aquel deterioro de sus términos de intercambio continuarían siendo muy limitadas.

Incluso, si se lograra acordar con la comunidad acreedora internacional limitar los pagos netos por concepto del servicio de la deuda externa a unos niveles proporcionales a los ingresos de exportación, por ejemplo en torno al 20%, los riesgos a que estarían sometidas estas economías ante caídas de precios de sus productos de exportación serían aún elevados.

De allí la necesidad de aplicar esquemas para el manejo de la deuda que, además de ser aceptables a todas las partes involucradas, aseguren en forma permanente la reducción sustancial de los pagos, para así hacer más llevadero y viable el manejo de estos compromisos externos. En tal sentido, la aplicación de un esquema de conversión a descuento de deudas por títulos como el aquí propuesto, u otro parecido, pudiera satisfacer en buena medida esta necesidad.

Sin embargo, los resultados de las simulaciones aquí analizadas indican que, adicionalmente, es necesario asegurar fuentes de financiamiento permanentes, que combinadas con aquellas reducciones de pagos por servicio de deuda, permitan a estos países manejar situaciones adversas por caídas en sus precios de exportación, sin caer en situaciones de severa restricción económica interna.

Igualmente, de este estudio se concluye que si bien las medidas para reducir los pagos por servicio de deuda y aumentar el acceso al financiamiento son fundamentales para enfrentar en el corto plazo problemas de deterioros súbitos y sostenidos de los términos de intercambio, ello no basta.

Si efectivamente se desea reducir el grado de vulnerabilidad de estas economías a este tipo de problema, evitando al mis-

mo tiempo caer en situaciones de depresión y alto desempleo, es necesario implantar políticas coherentes, orientadas a la consecución de objetivos claros de corto, mediano y largo plazo.

Entre estos objetivos debe figurar como prioritario la diversificación y fomento de las exportaciones, así como la reducción de la dependencia de suministros externos. Solo así esas economías podrán aspirar enfrentar con éxito las difíciles situaciones que crean aquellos deterioros sostenidos de los términos de intercambio.





## REFERENCIAS

- Banco Central de Venezuela (Varios), **Informe Económico**, Caracas.
- Dornbusch, R. (1986), "Special Exchange Rates for Capital Account Transactions".  
**The World Bank Economic Review**, Vol. 1. N° 1.  
Setiembre.
- Fontiveros, D. (1987). "El Mercado Cambiario en Venezuela: Realidades y Correctivos"  
**MetroEconómica: Informe Mensual**,  
Vol. VI, N° 8. Setiembre.
- García, G. (1987) **El Estado y la Política Cambiaria**.  
COPRE, Caracas, Octubre.  
Mimeografiado.
- Gobierno de México (1988), The United Mexican States,  
Collateralized Floating Rate Bonds Due 2008  
**(Collateralized as to Principal at Stated Maturity Only)**,  
México, Enero.
- Palma, P.A. (1985). **1974-1983: Una Década de Contrastes en la Economía Venezolana**.  
Caracas: Academia Nacional de Ciencias Económicas.

----- (1987) **El Manejo de la Deuda Pública Externa de Venezuela: Necesidad de Urgentes Cambios.** COPRE, Caracas, Octubre. Mimeografiado.

----- (1988) "A Formula do Mexico: Uma Sugestao Venezuelana". **Gazeta Mercantil**, Sao Paulo, Marzo.

----- (1988) **Un Esquema para la Conversión de la Deuda Externa Latinoamericana por Títulos.** Caracas, Mayo. Mimeografiado.

Palma, P.A., Fontiveros, D. (1987), "A Comparative Sensitivity Analysis of the Venezuelan Macroeconomic Model 'MODVEN VII'" **Economic Modelling.** A Publicarse.

Rodriguez, M. (1987) "Consequences of Capital Flight for Latin American Debtor Countries". en Lessard, D.R. and Williamson, J. (Eds.) **Capital Flight and Third World Debt.** Washington: Institute for International Economics.

Se terminó de imprimir en los  
Talleres de  
Fundación Editorial Universitaria  
Caracas, mayo de 1989