



## LA ECONOMIA VENEZOLANA EN EL QUINQUENIO 1994-1998: DE UNA CRISIS A OTRA

Pedro A. Palma\*

### 1. INTRODUCCIÓN

Al igual que en los quinquenios anteriores, al inicio de la administración del presidente Caldera, Venezuela se encontraba en una seria crisis económica. Esta se caracterizaba, entre otras cosas, por un agudo desequilibrio fiscal, por el estallido de una crisis financiera que se venía gestando desde hacía varios años, por la reducción de los precios internacionales del petróleo, por un repunte inflacionario de importancia, y por una recesión en las actividades económicas distintas al petróleo.

Adicionalmente, había una alta tensión social producida por la agudización del proceso de empobrecimiento que venía sufriendo la población desde fines de los años 70. Entre las razones que explican aquella agudización en 1993 se pueden mencionar: el repunte inflacionario, el ajuste marginal de los salarios, y el mayor desempleo y subempleo, producto de la recesión que se vivió en ese año.

Como si ello fuera poco, existía entonces una profunda crisis política que había estallado con las intentonas de golpe de Estado de 1992, seguidas por la destitución del presidente Pérez a mediados de 1993 y por el gobierno

\* El autor agradece la inestimable ayuda de Cristina Rodríguez y José Barcia de MetroEconómica, cuyos escritos y análisis contribuyeron a enriquecer este trabajo.

interino del Dr. Ramón J. Velásquez (Junio 1993 a Febrero de 1994). Durante este período de transición el Congreso Nacional, a través de una ley habilitante, le dio poderes especiales al Ejecutivo, el cual promulgó una serie de importantes leyes que no habían sido sancionadas previamente por el Congreso Nacional por razones eminentemente políticas. Ese retraso legislativo de varios años impidió la implantación de una serie de reformas fundamentales, trayendo esto consecuencias nefastas, particularmente en el área fiscal y financiera. Un ejemplo de ello fue la crisis bancaria de 1994, la cual se gestó por las reiteradas prácticas indebidas en el manejo de múltiples bancos, prácticas que pudieron proliferar por la ausencia de normativas legales y reglamentarias precisas, así como por la inexistencia de una supervisión adecuada.

Este ambiente de turbulencia y crisis creó un clima de incertidumbre y de expectativas negativas, que se fue agudizando a lo largo de 1993. Ello llevó a los agentes económicos a buscar protección a través de la transferencia de recursos financieros al exterior, y del retiro de depósitos de los bancos que se sospechaba estaban en problemas, generándose así presiones cada vez mayores sobre las tasas de interés y el mercado cambiario.

La adversidad reinante contribuyó para que en las elecciones presidenciales de diciembre de 1993 fuera electo el Dr. Rafael Caldera, quien, con una propuesta populista caracterizada por una serie de promesas económicas incumplibles, obtuviera una precaria mayoría de votos. Los anuncios que hiciera el presidente electo en los días que siguieron a los comicios contribuyeron a agravar aún más la crisis de confianza, acentuándose la corrida de depósitos de algunos bancos y la fuga de capitales.

## 2. EL QUINQUENIO 1994-1998

La realidad económica del quinquenio 1994-1998, en la que nos centraremos en este trabajo, podría dividirse en tres períodos: 1) el de crisis financiera y retroceso económico, que se inició a comienzos de 1994 y culminó en los primeros meses de 1996; 2) el de ajuste económico, que correspondió al de la implantación de la Agenda Venezuela, que fue desde el segundo trimestre de 1996 a fines de 1997; y 3) el de crisis petrolera y fiscal de 1998.

### 2.1. *Crisis Financiera y Retroceso Económico*

Los dos primeros años de la administración del Presidente Caldera estuvieron caracterizados por un manejo acertado de la cuestión política, mitigándose el ambiente de crisis y tensión que en esa materia se había vivido en los dos años anteriores. Sin embargo, en dicho período también se padeció una profunda crisis económica y social, que se vio agravada por el mal manejo de la crisis financiera, y por múltiples errores en materia de política económica, que repercutieron muy negativamente en el nivel de vida de la población y en la economía en su conjunto.

#### 2.1.1. *La Crisis Financiera*

El 12 de enero de 1994, a tan sólo días de haberse promulgado la nueva Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras, el Banco Latino quedó fuera de compensación al no poder hacer frente al elevado saldo adverso de ese día. Las corridas de depósitos que ese banco había venido sufriendo desde hacía varios meses, y que se habían agudizado en diciembre de 1993 y particularmente en los primeros días de 1994, eran respuesta a la percepción cada vez más generalizada del público de que éste había caído en severos problemas de liquidez y ulteriormente de solvencia financiera<sup>1</sup>.

1. Para un detenido análisis de la crisis financiera de Venezuela de 1994, ver García, Rodríguez y Salvato (1998). Ver también, Hernández-Delfino (1996).

Durante varios años, las necesidades cada vez más apremiantes de liquidez llevaron a ese banco a seguir una política agresiva de captación de depósitos a través de la elevación sistemática de las tasas de interés; ese objetivo se logró, transformándose en el centro de ahorro por excelencia y en el segundo banco del país en término de depósitos. Sin embargo, ello no permitió neutralizar los severos problemas de liquidez creados por el franco deterioro de sus activos, que se produjo, entre otras razones, por la alta concentración de préstamos a empresas relacionadas, por el financiamiento de proyectos altamente ilíquidos, y por múltiples inversiones que no dieron los resultados esperados.

Días después de haber salido de la cámara de compensación, se tomó la decisión, con el respaldo del presidente electo y de sus colaboradores, de cerrar el Banco Latino e intervenirlo. Esto, como era de esperar, causó una gran conmoción, ya que gran parte de los innumerables ahorristas que habían depositado sus fondos en dicho banco fueron víctimas de una total indeterminación sobre cuál iba a ser la suerte de sus ahorros. Si bien la decisión de intervenir el banco se justificaba plenamente, resulta incomprensible la forma como se llevó a cabo esa intervención. No podía cerrarse el segundo banco del sistema sin que existiera una estrategia clara de cómo proteger los intereses de sus depositantes, máxime cuando el banco afectado agrupaba al grueso de los ahorristas del país, la mayor parte de ellos personas de escasos recursos que dependían del rendimiento de sus depósitos para cubrir sus necesidades básicas.

Esta desafortunada decisión detonó un proceso de desconfianza generalizada que llevó al público a retirar sus depósitos de una serie de bancos que se percibían como de alto riesgo, produciéndose así un efecto contagio de grandes proporciones.

El nuevo gobierno, ante la crisis de incertidumbre y desconfianza generalizada, tomó una serie de decisiones. Así, solicitó al Congreso Nacional la elaboración de una ley para manejar la crítica situación, sancionándose y entrando en vigencia la Ley de Emergencia Financiera<sup>2</sup>, en cuestión de pocos días; adicionalmente, reabrió el Banco Latino a comienzos de abril, recapitalizándolo y procediendo al pago parcial de sus depósitos; y finalmente, decidió apoyar financieramente a los bancos donde se estaban produciendo corridas. Esta última decisión se tomó bajo el convencimiento de que estos bancos lo que padecían era una situación de iliquidez transitoria, mas no un problema de solvencia, no justificándose por lo tanto su intervención. Este fue el segundo gran error en el manejo de la crisis, ya que los bancos afectados sí estaban en situación de insolvencia.

En vez de intervenirlos y estatificarlos a puertas abiertas, relevando a su directiva y alta gerencia, pero garantizando su normal funcionamiento, se decidió auxiliarlos a través del Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria (FOGADE), institución que recibía en forma de préstamo del Banco Central de Venezuela (BCV) las ingentes sumas de dinero inorgánico que se requerían a tales fines. Esos fondos eran utilizados para cubrir los saldos adversos de compensación que regularmente tenían los bancos con problemas, evitándose así que esas instituciones salieran de la cámara de compensación, situación que forzaría automáticamente su

2. El estallido de la crisis del Banco Latino llevó a las nuevas autoridades legislativas a sancionar en tiempo récord la Ley de Emergencia Financiera, entrando ésta en vigencia en marzo de 1994. Con ella se buscaba ampliar la capacidad de decisión de las autoridades competentes para manejar la crisis. Se creó la Junta de Emergencia Financiera, a la que se le dio amplios poderes y discreción para la toma de decisiones, se posibilitó el otorgamiento de los auxilios financieros con un grado de amplitud mucho mayor al establecido en la Ley General de Bancos y se amplió el monto de los depósitos garantizados de un millón de bolívares a cuatro millones. Esta ley también permitió la toma de una serie de decisiones que no siempre fueron las más acertadas.

intervención. Sin embargo, los cheques contra esos bancos emitidos por las empresas relacionadas que habían sido beneficiarias de buena parte de los créditos otorgados, así como los retiros de depósitos realizados en bancos *off-shore*, en mesas de dinero o a través de otras captaciones fuera de balance, que eran pagados por los bancos locales a través de cheques de gerencia, terminaban siendo cancelados con los recursos de los auxilios financieros. Al no existir un control eficiente por parte de las autoridades financieras sobre estos retiros, es fácil inferir que una buena parte de los auxilios financieros fueron indebidamente utilizados para proteger los intereses de los propios banqueros, o de personas que habían hecho depósitos en bancos del exterior y cuyos derechos no tenían por qué ser protegidos localmente.

A pesar de todos estos esfuerzos, las instituciones auxiliadas, ocho en total<sup>3</sup>, fueron intervenidas y cerradas en junio de 1994, probándose la inconveniencia de los auxilios financieros, no sólo debido a la total ineficacia de la medida, sino también por las graves consecuencias macroeconómicas que dicha política generó, como será explicado más adelante.

Ulteriormente fueron estatificados el Banco de Venezuela (9 de agosto de 1994) y el Banco Consolidado (11 de septiembre de 1994), por encontrarse ambos en franca situación de insolvencia. En estos casos, sin embargo, se procedió con rapidez, se removió a sus directivos, el Estado absorbió las pérdidas y pasó a ser el propietario de las instituciones, se mantuvieron los bancos abiertos y se le garantizó a los clientes la integridad de sus depósitos. En otras palabras, se realizaron intervenciones de hecho en la forma adecuada. Los resultados de estas acciones fueron muy distintos a los

---

3. Las instituciones intervenidas fueron: Banco Amazonas, Bancor, Banco Barinas, Banco de la Construcción, Banco La Guaira, Banco de Maracaibo, Banco Metropolitano y la Sociedad Financiera Fiveca.

observados en el caso de los bancos previamente intervenidos, ya que después de la acción oficial comenzaron a aumentar los depósitos y se iniciaron los procesos de recuperación de las instituciones, lo cual permitió su ulterior venta a bancos privados extranjeros.

Durante la segunda mitad de 1994 otros bancos comenzaron a mostrar debilidad, procediendo la Junta de Emergencia Financiera a negociar con sus dueños programas de recuperación y recapitalización. Todos estos planes fracasaron, por lo que estas instituciones fueron estatizadas meses después<sup>4</sup>. A diferencia de lo sucedido con los bancos Consolidado y Venezuela, la promesa de pago de los depósitos no convenció a los clientes de dichos bancos, tomándose entonces la decisión de transferir los depósitos de estas organizaciones a otras instituciones previamente estatificadas. Esta decisión, conocida como “migraciones”, afectó a los bancos receptores de esos depósitos, ya que el aumento de sus pasivos no vino acompañado por un incremento correspondiente de activos rentables. No fue sino hasta un año después cuando se produjo la necesaria transferencia de activos a estas instituciones. Esto afectó particularmente al Banco Latino, el cual, a pesar de haber sido recapitalizado, no pudo absorber los elevados costos implícitos en la transferencia de depósitos que se le impuso.

Al fin del proceso, un tercio de la Banca Comercial había sido afectada. Trece bancos, representantes del 37% de los depósitos totales del sistema habían desaparecido, mientras que otros, tradicionalmente percibidos como los bancos más sólidos experimentaron un crecimiento de grandes proporciones al ser los receptores de buena parte de los depósitos de los bancos afectados.

---

4. El Banco Progreso fue estatizado el 14 de diciembre de 1994, mientras que los bancos Italo Venezolano, Principal y Profesional fueron objeto de una medida similar el 1º de febrero de 1995.

Por su parte, los costos de esta crisis financiera –conformados por la suma de los auxilios financieros, de los pagos a depositantes, de las reposiciones de pérdidas, migraciones de depósitos y préstamos de bancos del Estado– se calculan en Bs. 1,8 billones<sup>5</sup>, lo cual equivale a más del 21% del PIB de 1994, año en el que se incurrió en la mayor parte de esos costos. Eso hizo a esa crisis una de las más costosas de las últimas décadas, no sólo en la América Latina, sino en el mundo entero. Dentro de esta medición de costos no se incluyen las pérdidas patrimoniales ni la caída del ingreso real sufrida por los agentes económicos, generadas por la devaluación de la moneda, por la aceleración inflacionaria, por el mayor desempleo y subempleo y por el limitado ajuste de las remuneraciones, efectos que, en mayor o menor medida, fueron causados o agravados por la crisis financiera.

### 2.1.2. *Política Monetaria, Oferta Monetaria y Tasas de Interés*

Los auxilios financieros de FOGADE a la banca implicó que el BCV emitiera Bs. 840.000 millones de dinero inorgánico en cuestión de pocos meses. Esa suma –que equivalía al 10% del PIB, al 200% de la base monetaria de fines de 1993, al 58% del presupuesto nacional original para 1994, a más del 100% de los compromisos tributarios de PDVSA de ese año, y al 92% de las reservas internacionales netas en poder del BCV al inicio de 1994– significó una expansión desproporcionada de la base monetaria. Ello, como era lógico esperar y como fuera advertido desde los inicios de ese programa de auxilios, tuvo hondas repercusiones en la economía.

El ambiente de profunda desconfianza, incertidumbre y expectativas negativas que privaba entonces, hizo que la preferencia del público por activos líquidos en moneda local, o demanda de dinero, mostrara una abrupta

---

5. Ver García, Rodríguez y Salvato (*op. cit.*), pp. 273-276. El término billón equivale a un millón de millones.



ta caída, haciendo que buena parte del dinero primario que se inyectó se canalizara hacia la adquisición de divisas. Con ello se buscaba la protección contra una devaluación del bolívar que cada vez se percibía como más inminente, y el resguardo de los ahorros contra eventuales nuevas caídas de bancos locales. De hecho, durante el primer semestre de 1994 las reservas internacionales del BCV se contrajeron en US\$ 3.795 millones, lo cual equivalía a más del 62% de los auxilios otorgados hasta ese momento. Esa reducción de los activos externos del instituto emisor, que equivalió a más del 40% de sus reservas externas operativas, tuvo, como es obvio, un efecto contractivo de la base monetaria, neutralizándose así parte de la desproporcionada expansión de dinero primario que produjo el otorgamiento de los auxilios financieros. Otro factor que también contribuyó a impedir un crecimiento desproporcionado de la oferta monetaria durante el primer semestre de ese año fue la intensificación de la política monetaria restrictiva del BCV, el cual incrementó notablemente la colocación de sus bonos cero cupón (BCC). De hecho, entre diciembre de 1993 y junio de 1994, el saldo de BCC en circulación aumentó en un 581%. Curiosamente, era el propio instituto emisor, el que a través de la emisión y colocación de esas onerosas obligaciones buscaba reabsorber parte de la liquidez que había creado dentro del plan de auxilios financieros.

Al considerarse que la contracción de reservas internacionales era desproporcionada y que, de no tomarse medidas, la salida de capitales continuaría, las autoridades económicas decidieron implantar un control de cambios que entró en vigencia a comienzos de julio de 1994. Esa medida restrictiva implicó el cese de suministro de divisas durante varias semanas, frenándose así la caída de las reservas internacionales, y con ella el efecto contractivo de la base monetaria por reducción de activos externos del instituto emisor. De hecho, en los meses subsiguientes al establecimiento del

control de cambios las reservas internacionales en poder del BCV se incrementaron sostenidamente, alcanzando en noviembre y diciembre niveles superiores a los US\$ 11.500 millones. Ello implicó un incremento superior a los US\$ 2.600 millones con respecto al nivel alcanzado a fines de junio, cuando se implantaron los controles.

El represamiento de parte de los fondos inyectados a través de los auxilios financieros, combinado con el aumento de las reservas internacionales y otros factores expansivos, hicieron que durante el segundo semestre de 1994 la base monetaria creciera substancialmente, y que con ella lo hicieran las magnitudes de oferta monetaria a pesar del redoblado esfuerzo restrictivo del BCV, el cual incrementó notablemente la venta de BCC. De hecho, el monto en circulación de estos títulos a fines de 1994 era de Bs. 744.713 millones, cantidad superior a la base monetaria de ese momento y diez veces mayor al saldo de BCC existente un año antes.

Las posibilidades de uso de otros instrumentos de política monetaria distintos a las operaciones de mercado abierto con los BCC eran realmente bajas, ya que, por una parte, el BCV no poseía activos rentables aptos para la realización de esas operaciones y, por la otra, ese organismo estaba prácticamente imposibilitado de

CUADRO N° 1  
MAGNITUDES MONETARIAS  
(MILLONES DE Bs.)

	31 Dic.93	30 Jun.94	Var %	31 Dic.94	Var %
Reservas Internacionales (Mill. US\$)	12.656	8.861	- 30	11.507	30,0
Bonos Cero Cupón en Circulación	70.852	482.601	581,0	744.713	54,3
Base Monetaria	422.695	373.129	-11,7	698.839	87,3
Liquidez Monetaria (M2)	1.660.677	1.982.402	19,4	2.570.250	29,7

Fuente: Banco Central de Venezuela.

aumentar el encaje requerido a la banca, debido a la crisis que se vivía y a los efectos asimétricos que una medida de ese tipo causaría en los distintos institutos financieros cuyos grados de solidez diferían grandemente. De allí que no le quedara más opción al instituto emisor que continuar sus esfuerzos de restricción monetaria a través de la oferta de pasivos (BCC y mesa de dinero), a pesar de los altos costos que ello le implicaba.

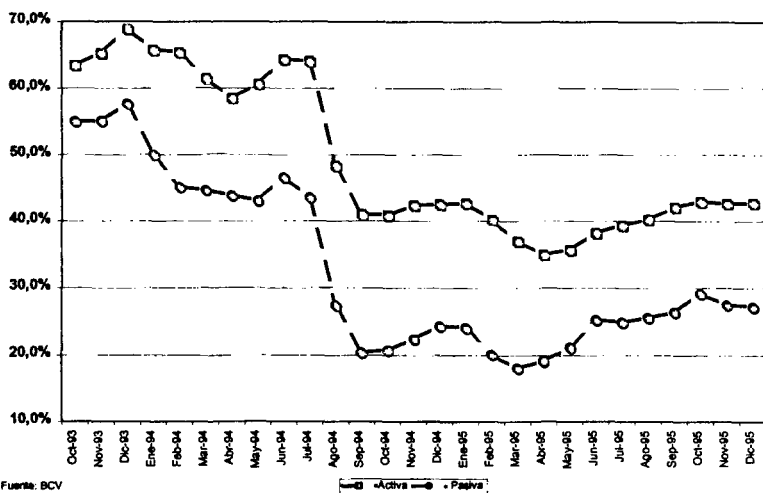
A lo largo de 1995 continuó la aplicación de una política monetaria similar, aunque desde enero de ese año se substituyeron los BCC por los Títulos de Estabilización Monetaria (TEM), no difiriendo mayormente estos dos instrumentos entre sí. Salvo en escasos meses del año las substracciones de liquidez por ventas de TEM eran inferiores a las inyecciones de medios de pago por rescates de BCC o de TEM vencidos; en otras palabras, el efecto neto de las operaciones de mercado abierto durante ese año fue expansivo. Sin embargo, esa situación estuvo parcialmente compensada por el efecto contractivo de base monetaria que produjo la reducción sostenida de las reservas internacionales en poder del BCV. Lo anterior explica el crecimiento sostenido, mas no desproporcionado, de la oferta monetaria durante ese año.

Las **tasas de interés**, que en 1993 habían alcanzado niveles muy altos, tanto en términos nominales como reales, mostraron una sostenida tendencia a la baja durante los primeros meses de 1994 como producto de la importante inyección de liquidez producida por los auxilios financieros. Esa expansión monetaria contrarrestó una serie de factores que presionaban aquellas tasas al alza, tales como las expectativas negativas y el mayor riesgo, las necesidades de financiamiento del déficit fiscal y la política monetaria restrictiva del BCV a través de la venta de BCC. Ese comportamiento se vio temporalmente revertido en el mes de junio, cuando la ma-

siva salida de capitales elevó nuevamente las tasas, aunque marginalmente.

Durante el tercer trimestre del año éstas volvieron a experimentar una contracción sostenida, esta vez de mucho mayor intensidad que en los primeros meses de 1994, para luego estabilizarse en niveles muy inferiores a los de comienzos de año. Esto lo provocó la abun-

Gráfico No. 1  
Tasas de Interés Nominales de los Bancos Comerciales  
(Octubre 1993 - Dic 1995)



dancia de liquidez después del establecimiento del control de cambios, producida, como ya se dijo, por el represamiento de parte de los fondos inyectados a través de los auxilios financieros y por el sostenido aumento de las reservas internacionales durante ese lapso. Aquella caída de las tasas de interés en el segundo semestre hizo que éstas pasaran a ser negativas en términos reales, tanto las activas como las pasivas.

Sin embargo, el margen de intermediación (diferencia entre la tasa activa y la pasiva), se mantuvo muy elevado a lo largo del segundo semestre de 1994, particularmente en el último trimestre, cuando la tasa activa promedio duplicaba a la tasa pasiva. Entre las razones que explican ese elevado margen de intermediación se pueden mencionar las siguientes:

- La substancial elevación de las contribuciones de los bancos a FOGADE y a la Superintendencia de Bancos.
- Los mayores costos operativos de los bancos que sobrevivieron a la crisis debido al violento crecimiento que éstos experimentaron al recibir los depósitos de los bancos con problemas. Eso implicó elevadas inversiones en sistemas de computación, infraestructura, personal, etc.
- Los costos implícitos en las mayores provisiones de cartera.
- La elevación de la cartera improductiva.
- Las posibilidades de invertir los fondos excedentes en BCC con altos rendimientos; ello desincentivaba a los bancos a bajar sus tasas activas para así incrementar sus préstamos.

A los fines de impedir el ensanchamiento de ese margen de intermediación, bien fuera a través de la elevación de la tasa activa, lo cual frenaría la inversión, o a través de la disminución de la pasiva, lo cual afectaría la propensión al ahorro, la autoridad monetaria decidió atar los niveles máximos de las tasas activas y mínimo de las pasivas a los rendimientos de los BCC, y a partir de 1995 a los de los TEM. En esa oportunidad se estableció un tope a las tasas activas igual a 15 puntos porcentuales por encima del rendimiento de los BCC y un mínimo para las tasas pasivas de 10 puntos porcentuales por debajo de aquel rendimiento. Cuando

a comienzos de 1995 se comenzaron a emitir los TEM en sustitución de los BCC, se ratificaron aquellos márgenes, pero poco tiempo después hubo que modificarlos, ya que la reducción sostenida de los rendimientos de los TEM debido a la elevada liquidez estaba causando una caída muy acentuada de los intereses pasivos. De acuerdo al nuevo esquema, el mínimo de las tasas pasivas coincidiría con el rendimiento de los TEM, mientras que el límite máximo para las activas sería de 24 puntos porcentuales por encima de dicho rendimiento. Este esfuerzo tampoco dio los resultados esperados, entre otras razones porque la inflación se mantuvo elevada, e incluso mostró un franco repunte a fines de ese año, haciendo que a lo largo de 1995 las tasas de interés pasivas se mantuvieran negativas en términos reales.

### 2.1.3. *La Política Cambiaria, el Tipo de Cambio y el Sector Externo*

A pesar de las presiones de demanda de divisas que se venían materializando desde 1993 por las razones ya mencionadas, y que se acentuaron considerablemente en los primeros meses de 1994, el BCV decidió mantener su política de minidevaluaciones periódicas que venía implantando desde hacía dos años; por esa razón, el tipo de cambio continuó mostrando un deslizamiento diario moderado y progresivo a lo largo de los primeros cuatro meses de ese año, a pesar de la sobredemanda de divisas que se intensificaba día a día. Esta situación hizo crisis con la renuncia de la presidenta del BCV, la cual se produjo el 27 de abril como producto de las divergencias y enfrentamientos abiertos con miembros del gabinete económico. Este hecho desencadenó un proceso de compras compulsivas de divisas ante el convencimiento de una inminente devaluación, o del establecimiento de un control de cambios, hecho que produjo intensas subidas del tipo de cambio y la finalización de la política de minidevaluaciones.

A comienzos de mayo de 1994, el BCV comenzó a restringir la venta de divisas a través de un esquema de subastas diarias de dólares. Los montos subastados eran fijados por el instituto emisor en línea con su disponibilidad de divisas, y el tipo de cambio diario era determinado por el promedio de las cotizaciones propuestas por los bancos demandantes, después de eliminarse los valores extremos. La limitada oferta de dólares por parte del BCV hizo que, por una parte, se produjera una elevación más acentuada del tipo de cambio y, por la otra, apareciera un mercado cambiario paralelo donde la cotización difería cada vez más de aquella establecida en las subastas; a tan sólo dos semanas de ponerse en marcha este sistema el tipo de cambio paralelo ya difería en un 18% del oficial. Después de introducirse a fines de mayo algunos ajustes al esquema de subasta de divisas, en junio la presión cambiaria continuó en franco aumento, produciéndose durante ese mes una depreciación del bolívar de 18%, y una contracción de reservas internacionales superior a los US\$ 1100 millones, equivalente a más del 11% de las reservas existentes a fines del mes precedente.

El 27 de junio se suspendieron las operaciones cambiarias y se anunció el establecimiento de un férreo control de cambios, el cual entró en vigencia durante los primeros días de julio. Adicionalmente, el presidente Caldera anunció la suspensión de algunas garantías constitucionales y la implantación de controles a los precios y a las tasas de interés.

El nuevo esquema cambiario, además de eliminar la libre convertibilidad, estableció un tipo de cambio fijo y único de Bs/\$ 170, declaró ilegales todas las operaciones cambiarias fuera del mercado oficial, prohibió a las empresas públicas y privadas (a excepción de la banca) mantener depósitos en moneda extranjera, hizo de venta obligatoria al instituto emisor cualquier cantidad de divisas obtenidas como producto de las exportaciones, el endeudamiento y otras causas, y estableció

que el BCV vendería divisas en función de sus disponibilidades. Adicionalmente, se estableció la Junta de Administración Cambiaria (JAC) y la Oficina Técnica de Administración Cambiaria (OTAC), que tendrían la responsabilidad de administrar el sistema de control cambiario. La negativa de otorgar divisas durante los primeros meses de vigencia del control, o hacerlo en forma muy restringida, si bien contribuyó a la recuperación de las reservas internacionales, como ya se dijo, también causó serios percances a múltiples empresas, las cuales no podían honrar sus compromisos externos ni realizar importaciones a menos que violaran la ley. No fue sino varios meses después de establecido el control cambiario cuando tendió a normalizarse la entrega de divisas, aunque en forma restringida, claro está.

Aun cuando se trataron de reforzar las medidas de control, estableciéndose severas penalizaciones a los violadores de las normas, la eficiencia del sistema cambiario impuesto daba muestras cada vez más palpables de su debilidad e incapacidad de control. Así, durante los primeros cinco meses de 1995 las reservas internacionales experimentaron una sostenida tendencia a la baja, aunque de moderadas proporciones. Sin embargo, a partir de mayo esa reducción se acentuó, al punto de que a fines de septiembre de ese año el nivel de esas reservas era equivalente al de fines de junio de 1994 cuando se estableció el control. Al igual que en innumerables casos de controles cambiarios, los agentes económicos desarrollaron los mecanismos para evadir o eludir los controles, haciéndolos cada vez más ineficaces e inoperantes.

Adicionalmente, la presión del mercado forzó la implantación de esquemas de obtención de divisas fuera del esquema oficial controlado. Así, por ejemplo, en abril de 1995 se aprobaron las operaciones de colocación de bonos Brady a través de la Bolsa de Valores de Caracas. Estos títulos denominados en dólares po-



dían ser adquiridos en bolívares, oficializándose así un mercado paralelo que de hecho ya venía funcionando, y cuyo tipo de cambio se establecería por la relación entre la cantidad de bolívares que había que pagar para la adquisición del bono y su valor en dólares en el mercado secundario. Al iniciarse este mercado la cotización que en él privaba era equivalente a la que hasta ese momento existía en el mercado negro y en el de la frontera, es decir, Bs/\$ 230 aproximadamente, nivel en el que se mantuvo sin mayores variaciones hasta agosto de 1995 y que excedía en un 35% a la tasa oficial de Bs./\$ 170 establecida en junio de 1994.

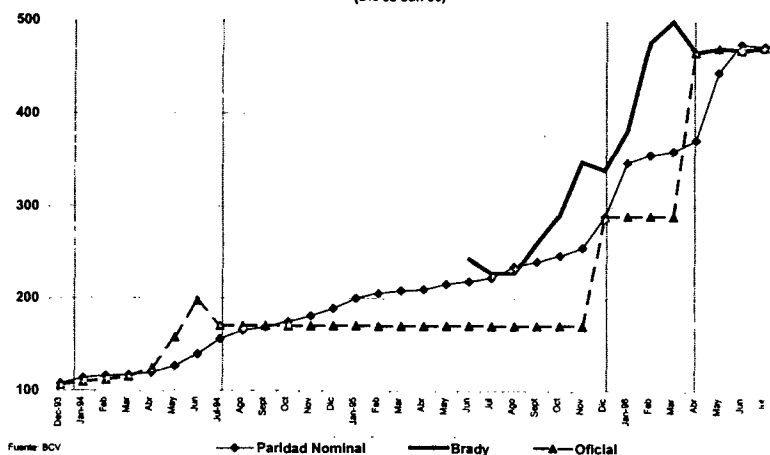
Ulteriormente, las dificultades cada vez mayores para obtener dólares al tipo de cambio oficial, combinadas con la franca caída de las reservas internacionales, provocaron la disparada del tipo de cambio en el mercado de bonos Brady, situación que se mantuvo hasta mediados de abril de 1996, cuando se eliminó el régimen de control de cambios y se unificó el tipo de cambio al nivel existente en ese mercado libre (Bs./\$ 470 aproximadamente). El tipo de cambio oficial, por su parte, después de haberse mantenido fijo en Bs./\$ 170 por más de 17 meses, se ajustó a Bs./\$ 290 el 11 de diciembre de 1995, ubicándose en un nivel similar al de la paridad de equilibrio para importaciones de ese momento. La mayor inflación interna en comparación con aquella padecida en las economías de nuestros principales socios comerciales, combinado con la fijación del tipo de cambio durante aquellos 17 meses generó una sobrevaluación cada vez mayor del bolívar comercial oficial, la cual se corrigió con el ajuste cambiario de diciembre de 1995. La cotización oficial se mantuvo en el nuevo nivel de Bs./\$ 290 hasta mediados de abril de 1996.

Al examinar las cifras de la balanza de pagos de 1994 y 1995 se concluye que el desequilibrio de las cuentas externas se concentraba en las transacciones de capital, ya que durante esos dos años la cuenta corriente experimentó saldos ampliamente positivos a pe-

sar del crecimiento que experimentaron las importaciones en 1995. Es de hacer notar que durante ese año las importaciones procedentes de Colombia aumentaron más intensamente que las de otros países, no sólo como consecuencia de la sobrevaluación del bolívar comercial, sino también por la existencia de un convenio entre los dos países integrados comercialmente, de acuerdo al cual los pagos de las transacciones comerciales entre ellos se podían hacer en moneda local, tomando como referencia el tipo de cambio oficial, y comprometiéndose los bancos centrales a cancelar las transacciones en divisas. Al no estar las importaciones procedentes de Colombia sujetas a las restricciones oficiales, es fácil inferir por qué esas compras aumentaron considerablemente en ese año de controles.

Los elevados déficit de la cuenta capital, por su parte, se debieron principalmente a la fuga de capitales privados, a pesar de los “estrictos” controles de cambio

Gráfico N° 2  
Tipo de Cambio (Bs / US\$)  
(Dic 93-Jun 96)



que entonces privaban. Estas salidas no sólo se producían en forma de envíos efectivos de recursos al exterior, sino también a través de la ausencia de transferencia desde el exterior de fondos que debían ser traídos y vendidos al BCV. Un ejemplo de ello eran los recursos producto de la exportación, los cuales, como ya se dijo, eran de venta obligatoria al instituto emisor a la tasa de cambio oficial. La diferencia cada vez mayor entre el tipo de cambio libre y el oficial incentivaba cada vez más a buscar mecanismos de evasión a las normativas cambiarias vigentes. Este es otro ejemplo de la ineficacia de medidas restrictivas como las que se aplicaron desde mediados de 1994.

#### *2.1.4. Política Fiscal y Desequilibrio de las Finanzas Públicas*

Los resultados de la gestión fiscal durante los dos primeros años de la administración de Caldera fueron ampliamente adversos. Esto se debió, por una parte, a que la situación fiscal heredada era muy desfavorable, entre otras razones, porque la reforma fiscal y la reestructuración del sector público habían sufrido graves retrasos, manteniéndose la vigencia de una serie de distorsiones como baja carga tributaria interna, rigidez de gasto, ineficacia de recolección tributaria y sobredimensionamiento del sector público. Todo ello, combinado con el debilitamiento de los precios petroleros internacionales y la postergación de la aprobación de una serie de leyes tributarias fundamentales, creó un cuadro muy adverso en las finanzas públicas de los años 1992 y 1993.

Por otra parte, a pesar de que el presidente Velásquez, autorizado por una ley habilitante, promulgó una serie de decretos-ley a través de los cuales se crearon impuestos fundamentales como el IVA y el de los activos empresariales, y se introdujeron modificaciones de importancia al impuesto sobre la renta, la administración de Caldera revirtió algunas de estas decisiones funda-

mentales. Un ejemplo de ello fue la eliminación del IVA y su substitución por el Impuesto al Consumo Sunuario y Ventas al Mayor, que tan sólo difería de aquél en que no se gravaban explícitamente las ventas de detallistas a consumidores finales. Si bien esto no impedía que el consumidor pagara de hecho el tributo, se creó un impuesto más fácil de evadir y difícil de administrar.

No obstante, al inicio del gobierno el Congreso Nacional aprobó una nueva ley habilitante que le permitió al nuevo presidente promulgar una serie de decretos-ley a través de los cuales se introdujeron una serie de medidas fiscales de importancia. Entre éstas estaba el nuevo impuesto a los débitos bancarios para 1994, la reforma a la ley del impuesto sobre la renta, la reforma al Código Orgánico Tributario, y otras. Adicionalmente, durante ese año se creó una nueva unidad encargada de la recolección de tributos, el Servicio Nacional Integrado de Administración Tributaria (SENIAT), la cual contribuyó a incrementar y a modernizar la recaudación interna.

A pesar de estos esfuerzos, y de los de mayores ingresos fiscales provenientes de la actividad petrolera generados por la depreciación del bolívar, el resultado de la gestión financiera del gobierno central de 1994 fue ampliamente desfavorable, arrojando un saldo negativo equivalente a 6% del PIB. A nivel del sector público consolidado la situación fue mucho más crítica, siendo el saldo adverso de su gestión financiera equivalente a más del 13% del PIB. Este dramático resultado se debió, por una parte, a las necesidades de financiamiento de PDVSA para costear parte de sus proyectos de inversión, y por la otra, a los masivos desembolsos por concepto de los auxilios financieros que, como ya se dijo, fueron cubiertos con ingentes cantidades de dinero inorgánico que eran prestadas por el BCV a FOGADE. Adicionalmente, las cuantiosas pérdidas en que incurrió el instituto emisor por la coloca-

ción masiva de BCC a lo largo de ese año también contribuyeron a crear en ese lapso un masivo déficit cuasifiscal.

Los resultados de 1995, tanto a nivel de gobierno central como de sector público consolidado, también fueron adversos. Ello se debió a una serie de circunstancias, muchas de las cuales se produjeron por un manejo ineficaz de la cuestión pública o de la política económica. Por una parte, se presentaron una serie de subestimaciones de gasto por concepto de servicio de deuda, y se transfirieron gastos causados en 1994 pero no pagados a la gestión de 1995 por un monto equivalente al 10% de las erogaciones. Adicionalmente, se sobreestimaron los ingresos, ya que el tipo de cambio en que se basó el presupuesto (Bs./\$ 180) fue superior al que de hecho se observó a lo largo de la mayor parte del año (Bs./\$ 170), y se desfasó en aumento del precio de la gasolina. Todo ello, combinado con una postergación indefinida de la reforma del Estado y una virtual paralización de las privatizaciones, aseguró el resultado adverso de la gestión financiera pública de 1995, la cual equivalió a 4,8% del PIB a nivel del gobierno central y a 5,8% a nivel del sector público consolidado.

Hay que decir, sin embargo, que en otros frentes se notaron avances de importancia. Así, la mejora en la recaudación fiscal interna debido a los nuevos impuestos y a la mejor gestión recolectora del SENIAT, permitieron reducir la evasión y la dependencia de ingresos fiscales de la actividad petrolera. De esta forma, en 1995 los ingresos ordinarios no petroleros equivalieron a más del 50% de los ingresos ordinarios totales, participación muy superior a la del año precedente (41%).

En general se puede decir que durante los dos primeros años de la administración de Caldera las finanzas públicas mostraron una situación de franco desequi-

librio, con unas consecuencias de acentuada expansión monetaria, que tan sólo pudo ser parcialmente compensada por la altamente costosa política monetaria restrictiva del BCV a través de la venta de sus obligaciones en el mercado.

### *2.1.5. Actividad Económica, Empleo e Inflación. Impacto Social*

1994 fue un año de profunda recesión. El PIB no petrolero se redujo en 4,6%, concentrándose la mayor caída en los sectores de construcción y manufactura. Esta contracción se debió a la menor demanda, tanto pública como privada, siendo la inversión privada real la variable que se contrajo más violentamente (30%). Esto se debió, en parte, a la incertidumbre reinante a lo largo del año, la cual fue producto de la crisis financiera, de los anuncios contradictorios del nuevo gobierno, de la ausencia de una política económica clara y de un liderazgo en su conducción, y de los enfrentamientos abiertos entre altos funcionarios del área económica. Si a ello agregamos las severas medidas de control impuestas a mediados de año, que provocaron el desabastecimiento de materias primas, bienes intermedios y repuestos debido a la inexistencia de suministro de divisas durante varios meses del segundo semestre, y la indefensión jurídica creada por la suspensión de garantías constitucionales, es fácil concluir que el ambiente reinante no era el más propicio para el incentivo de la inversión.

El consumo privado real, por su parte, también mostró una importante contracción, cercana al 3,3%. Ello se debió a la caída de la capacidad de compra de la población producida por la mayor inflación y por las menores posibilidades de empleo debido a la recesión. Adicionalmente, la avidez del público por obtener divisas ante las expectativas cambiarias y el alto riesgo que existía durante el primer semestre del año, hizo que buena parte de los ahorros y de los activos

líquidos en poder del público se canalizara a la adquisición de dólares. Sin embargo, después de producirse el control cambiario y el consecuente represamiento interno de liquidez, se notó un cierto repunte en el consumo de bienes durables, también estimulado por las menores tasas de interés del segundo semestre. No obstante, ese repunte de demanda fue marginal, no compensando la elevada contracción de los meses anteriores. La caída de demanda privada, combinada con la también mermada demanda del sector público, generaron una contracción importante del mercado interno, estimulándose múltiples empresas a exportar, pero ello no fue suficiente para compensar la contracción de la demanda local.

La continuidad de la política de controles y restricciones durante 1995, hizo que en ese año se repitieran muchas de las adversidades de 1994. La inversión privada siguió mostrando severas contracciones, mientras que el consumo privado experimentaba un práctico estancamiento, notándose tan sólo un dinamismo de importancia en el consumo de bienes durables como mecanismo de protección contra la alta y creciente inflación y contra la inminente devaluación. Esto, combinado con las restricciones de demanda del sector público, contribuyó a mantener la situación de estancamiento económico y de franco aumento del desempleo y del subempleo. No obstante, la expansión de la producción y de la inversión petrolera en respuesta a los planes de expansión de la industria hizo que el PIB de ese sector aumentara sólidamente, permitiendo que el PIB total creciera, a pesar del estancamiento de la economía local<sup>6</sup>.

---

6. Esta situación recesiva se reflejó en las primeras estimaciones de actividad económica de 1995 hechas por el BCV. No obstante, en revisiones posteriores se han reportado crecimientos de cierta consideración del PIB no petrolero. Esos últimos estimados, sin embargo, no se corresponden con las situaciones vividas en ese año de crisis, por lo que no sería de extrañar que en futuras revisiones se ajusten esas cifras de crecimiento hacia abajo.

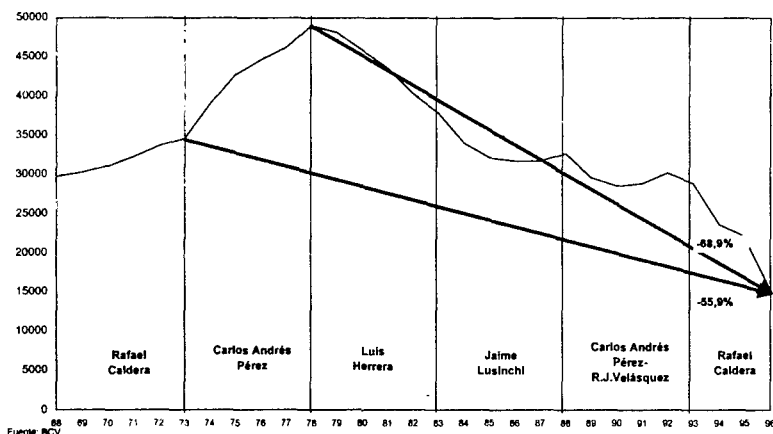
La **inflación**, por su parte, se mantuvo en niveles elevados a lo largo de 1995, mostrando un franco incremento durante el segundo semestre. Ello se debió, entre otras razones, al sostenido aumento de los costos de reposición esperados ante el persistente e intenso aumento de la tasa de cambio en el mercado paralelo, y a la expectativa de una inminente devaluación después de la congelación por año y medio del tipo de cambio oficial, lo cual se tradujo en una sobrevaluación de importancia del bolívar comercial. Adicionalmente, el aumento en los costos de producción debido al mayor precio de la gasolina y a la aprobación de un bono salarial, así como el incremento del impuesto a las ventas al mayor, contribuyeron a aquella aceleración inflacionaria.

Hacia fines de 1995 la inflación se disparó, llegando la situación a niveles críticos durante los primeros meses de 1996. Así, al analizar la inflación mensual que se padeció en ese lapso a nivel de consumidor, observamos que en octubre ésta alcanzó un nivel de 71%, pasando a 80% en noviembre, a 90% en diciembre y a 155% en enero de 1996. Esto, combinado con las precarias posibilidades de empleo existentes, perjudicó notablemente a la población, quien experimentó una aguda profundización del ya crítico proceso de empobrecimiento que venía padeciendo desde fines de los años 70. Al no existir en Venezuela la indexación salarial ni otros mecanismos de compensación inflacionaria, y al encontrarse los rígidos salarios en niveles críticamente bajos<sup>7</sup>, el impacto de aquella aceleración de la inflación causó efectos devastadores.

7. El sistema de prestaciones sociales, que se concibió y aplicó exitosamente en los años de alta estabilidad de precios, pasó a ser anacrónico e inoperante en los años de alta inflación, contribuyendo ello al empobrecimiento de la población. Esas prestaciones, que eran acumulativas y retroactivas, y que se calculaban en base al último salario percibido por el trabajador, hacían que los ajustes de las remuneraciones estuvieran cada vez más divorciados de la inflación, porque, de lo contrario, el incremento de los pasivos laborales de las empresas aumentarían explosivamente, llevándolos en muchos casos a la quiebra.



Gráfico N°3  
**Evolución del Salario Real de los Trabajadores 1968-1996**  
 (Expresado en Bs. anuales de 1984)



El profundo malestar colectivo, combinado con el adverso balance de la política económica hasta ese momento implantada, forzó al gobierno a dar un cambio radical de rumbo, respondiendo así a las exigencias de la población que reclamaba una mejora en la condición de vida a través del abatimiento de la inflación, y el restablecimiento del crecimiento sostenido.

## 2.2. *El Ajuste: La Agenda Venezuela*

El 15 de abril de 1996 el Presidente de la República le anunció al país el conjunto de medidas que conformarían la nueva política económica, conocida como la Agenda Venezuela. El plan de ajuste anunciado buscaba como objetivo fundamental corregir la serie de desequilibrios en el ámbito fiscal, cambiario, externo y monetario, condición de base para abatir la inflación y sanear la economía, posibilitándose así el logro de un crecimiento sostenido y la mejora en el nivel de vida de la población. Obviamente, estos obje-

tivos sólo podrían ser alcanzados de contar con los recursos necesarios, y si aquel plan de ajuste hubiera venido acompañado por el arranque de un proceso de reformas estructurales fundamentales, entre las que destacaban las reformas del Estado, de la educación, de la salud, del Poder Judicial, de las prestaciones sociales y de la seguridad social<sup>8</sup>.

Ese plan de ajuste estaba muy en línea con el que se había implantado en 1989, acogiéndose el esquema de economía de mercado, y eliminándose la mayoría de los controles hasta entonces vigentes. Las medidas más relevantes de la Agenda Venezuela eran las siguientes:

- liberalización del régimen cambiario, unificación del tipo de cambio al existente en el mercado libre, y ulterior aplicación de un sistema de bandas a partir de comienzos de julio
- liberación de las tasas de interés, las cuales serían establecidas por el mercado
- liberación de los precios, quedando controlados sólo unos pocos rubros básicos
- ajuste del precio de la gasolina y de otros derivados del petróleo
- elevación de la tasa del impuesto a las ventas al mayor de 12,5% a 16,5%
- ajuste de las tarifas de los servicios públicos
- implantación de 14 programas sociales con el fin de mitigar los impactos del ajuste en la población de menores ingresos.

Con algunas de estas medidas se buscaba sanear las finanzas públicas, condición de base para reducir la inflación. Para ello había que eliminar una serie de subsidios, que no sólo no compensaban los efectos ne-

8. Para un análisis más pormenorizado de la Agenda Venezuela, de su comparación con el ajuste de 1989, y de la viabilidad de los planes de ajuste y de reforma económica, ver: Palma, Rodríguez (1998).

gativos de la inflación, sino que ayudaban a generarla a través del ensanchamiento del déficit fiscal que provocaban.

Ulteriormente, en julio se anunció un acuerdo "Stand by" con el Fondo Monetario Internacional, a través del cual se obtenía un financiamiento de US\$ 1.400 millones condicionado al logro de ciertas metas macroeconómicas, tales como: Reducción de la inflación mensual a niveles de 1,5% a 2% en el segundo semestre de 1996, y de 1% a 1,5% en 1997. Reducción del déficit fiscal a niveles equivalentes al 1,5% del PIB en 1996 y su total eliminación en 1997. Crecimiento de 4% a partir del cuarto trimestre de 1996. Y, finalmente, lograr un incremento de las reservas internacionales de US\$ 1.500 millones durante ese año. Adicionalmente, el gobierno se comprometió a acelerar la reestructuración de la banca, a fortalecer el sistema de seguridad social, a modificar el régimen de prestaciones sociales, y a restablecer el proceso de privatizaciones.

La Agenda Venezuela nació con muchas más posibilidades de éxito que el plan de ajuste que se implantó en 1989, ya que en el caso de aquélla, y a diferencia del que le antecedió, se cumplía con lo que hemos definido como las cinco condiciones para la viabilidad de estos planes de ajuste, a saber:

1. Existencia de un liderazgo que asegure el apoyo del estamento político
2. Apoyo de la población al programa, a pesar de los sacrificios que ésta tiene que sufrir
3. Implementación de una efectiva estrategia de información y comunicación, que explique qué se está haciendo, por qué se hace, cuáles son sus consecuencias y qué objetivos se buscan
4. Aplicación de una política económica integral, coherente, realista, creíble y sostenible, que cuente con el apoyo incondicional de las autoridades económicas

5. Apoyo de los miembros de la sociedad civil (inversionistas, trabajadores, sindicatos, profesionales, etc.), quienes tienen que unir esfuerzos con el Estado para impulsar el plan.

A diferencia de lo ocurrido en 1989, la Agenda Venezuela se inició en un clima de estabilidad política donde el liderazgo de los distintos sectores de la sociedad estaba consciente de la crisis por la que atravesaba el país y de la necesidad de afrontarla sin demora, surgiendo así un práctico consenso acerca de la necesidad de un cambio radical en materia de política económica. La dirigencia sindical, empresarial y política, representada esta última por los líderes de los distintos partidos, exhortaba al gobierno a tomar las acciones necesarias con el fin de afrontar la crisis, aun cuando éstas conllevaran sacrificios y privaciones al inicio de su implantación. Adicionalmente, el malestar y fatiga social que se vivía llevó a la población a reclamar acciones concretas para revertir el ya crónico proceso de empobrecimiento, exigiendo el abatimiento de la inflación y la creación de mayores oportunidades de empleo. Esto explica por qué el plan de ajuste generó un clima de expectativas favorables y contó con el apoyo político y social necesario, contribuyendo a ello el liderazgo político del Presidente, y la efectiva estrategia de información y comunicación desarrollada por el gobierno.

### *2.2.1. La Implementación de la Agenda Venezuela*

La implantación de la Agenda Venezuela desde sus inicios hasta fines de 1997 arrojó resultados mixtos. En el lado positivo, se lograron efectos muy favorables en el sector comercial externo, siendo necesario advertir que los altos precios del petróleo de ese período contribuyeron notablemente a ese logro. Adicionalmente, la nueva orientación de política económica y la apertura petrolera generaron un clima muy favorable entre los inversionistas, tanto locales como extranjeros, quie-

nes volvieron a ver a Venezuela como un país de grandes posibilidades. Un indicador de esa posición más positiva fue el notable incremento que mostró el índice bursátil de la Bolsa de Valores de Caracas, que pasó de algo más de 2.000 puntos a comienzos de 1996 a más de 10.400 puntos a fines de septiembre de 1997, el crecimiento más alto de los mercados bursátiles de la América Latina durante ese lapso.

Otro sector donde se notaron importantes avances fue el financiero. En efecto, la apertura de la banca a la inversión extranjera, la mejora en la supervisión bancaria, la privatización de algunos bancos previamente estatificados, y el fortalecimiento de las instituciones financieras a través de su capitalización, son algunos indicadores de los avances que se han operado en este sector fundamental.

Sin embargo, a lo largo de la implantación de la Agenda Venezuela se han obtenido resultados negativos, o tan sólo parcialmente favorables, en áreas fundamentales como la inflacionaria, la cambiaria, la fiscal, la monetaria y la de reformas estructurales.

A continuación pasamos a analizar aspectos básicos de política económica de la Agenda Venezuela, para luego comentar sobre los resultados que su implantación tuvo sobre las variables económicas críticas.

#### *2.2.1.1. La Cuestión Fiscal*

Después de los resultados adversos de las finanzas públicas de 1994 y 1995, el año 1996 arrojó saldos favorables. Ello se debió principalmente al aumento de los ingresos fiscales que crecieron en un 170% con respecto al año precedente. Ese notable resultado se debió a varias razones, algunas de ellas estrechamente vinculadas con la Agenda Venezuela, y entre las que podemos mencionar: 1. La masiva devaluación del bolívar al pasar el tipo de cambio promedio de Bs./\$ 176,60 en 1995 a Bs./\$ 417 en 1996. Ello generó un agudo aumento de los ingresos fiscales petroleros, los cuales

también se vieron influidos por los incrementos de los volúmenes y de los precios de exportación de ese año; 2. Los mayores cobros por aranceles debido al incremento en el valor de las importaciones producido por el ajuste cambiario; 3. El incremento de la tasa del impuesto al consumo suntuario y ventas al mayor; y, 4. El incremento de los precios de los combustibles y de las tasas y tarifas de bienes y servicios producidos o prestados por el sector público.

Ese comportamiento de los ingresos permitió que en 1996 se duplicara el gasto fiscal interno y que aún se experimentara un superávit en la gestión fiscal del gobierno central. No obstante, como se verá más adelante, esta expansión de gasto generó un crecimiento monetario muy intenso, lo que impidió el logro de las metas inflacionarias de ese año.

En 1997 se volvió a experimentar un importante aumento de los ingresos fiscales ordinarios, en parte debido al incremento de las ventas de hidrocarburos y a las mayores recaudaciones de ingresos internos. Esto último se debió a que las medidas de la Agenda Venezuela que se reflejaban sobre estos ingresos (mayor tasa impositiva del impuesto al consumo suntuario y ventas al mayor, mayores tarifas, etc.) estuvieron vigentes en tan sólo una parte del año precedente, mientras que en 1997 se aplicaron a lo largo de todo el año. Esto hizo que rubros como los del impuesto de las ventas al mayor experimentaran incrementos superiores al 100%.

Los gastos corrientes, por su parte, aumentaron en un 65% con respecto a los de 1996, lo cual significó un notable aumento en términos reales, observándose incrementos mucho más acentuados en algunos rubros específicos. Así el decreto de aumento salarial a los empleados públicos de ese año, y las obligaciones derivadas de la modificación de la Ley Orgánica del Trabajo, que incluía un pago a los empleados del sector público como anticipo de los pasivos laborales del Es-

tado, hicieron que los gastos por concepto de remuneraciones y de transferencias experimentaran incrementos superiores al 100%. De esta forma se dio continuidad a la política de franca expansión del gasto que ya se venía operando desde 1996. Sin embargo, el resultado de la gestión fiscal fue favorable, produciéndose un superávit cercano al 2% del PIB a nivel del gobierno central.

#### 2.2.1.2. *La Cuestión Monetaria y las Tasas de Interés*

El considerable aumento que a partir de abril de 1996 experimentaron los activos internacionales del BCV expresados en moneda local se transformó en uno de los principales factores de expansión de la base monetaria. Ello no sólo se debió al mayor ingreso de divisas producido por las exportaciones de petróleo y por las importantes entradas de capitales de corto y mediano plazo, sino también a la maxidevaluación del bolívar. Ese efecto cambiario de creación de dinero ampliamente expansivo no vino acompañado de un efecto fiscal contractivo que lo neutralizara; por el contrario, la franca expansión de gasto fiscal que se produjo durante ese lapso permitió que la expansión monetaria por el efecto cambiario se materializara plenamente.

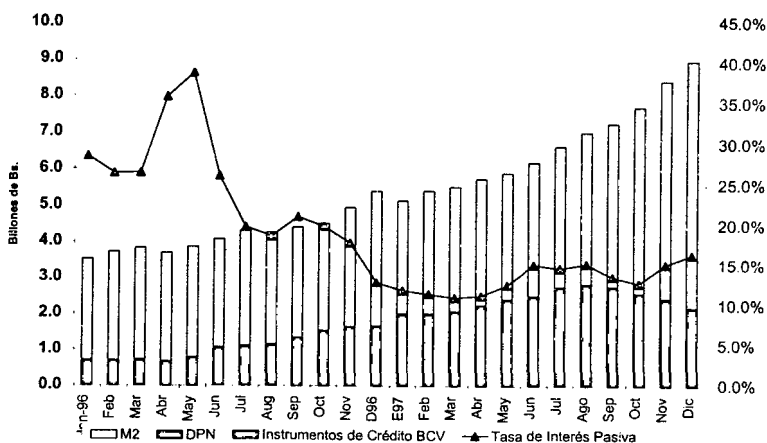
De allí que el BCV se viera obligado a redoblar esfuerzos en su política monetaria restrictiva a través de la venta de TEM y de la apertura de su mesa de dinero, buscando con ello absorber parte de aquella masiva creación de medios de pago, para así evitar presiones desproporcionadas sobre los precios y el tipo de cambio. Esto, sin embargo, hizo que el instituto emisor arrojara elevadas pérdidas, ya que los costos en que tenía que incurrir para colocar sus pasivos superaba holgadamente el rendimiento de sus activos. Ello se debía a que sus acreencias contra FOGADE y contra la República no pagaban intereses, o de hacerlo, generaban un rendimiento exiguo y totalmente divorciado de la realidad del mercado.

De allí que las críticas que se formularon contra el BCV por la ineficacia de su política monetaria y por los desproporcionados costos en que incurrió en su implementación, no tienen fundamento. Si hubiese que señalar a algún responsable de esa situación éste sería el gobierno y no el instituto emisor.

Esta situación continuó a lo largo de 1997, haciendo que el valor de los TEM en circulación experimentara un agudo crecimiento. A pesar de ello, la oferta monetaria siguió mostrando un aumento sostenido, al punto de que el circulante en poder del público se incrementó en un 86,6% entre diciembre de 1996 y diciembre de 1997, mientras que la liquidez monetaria lo hizo en un 65,9%. Eso implicó una fuerte expansión de la oferta monetaria en términos reales.

Durante el último trimestre del año el instituto emisor introdujo un cambio en sus operaciones de mercado abierto, iniciando un proceso de sustitución de

Gráfico N° 4  
Liquidez Monetaria, Instrumentos de Crédito del BCV, DPNs y Tasas de Interés (1996-1997)



Fuente: BCV



TEM por bonos de la deuda pública nacional (DPN). Estos últimos valores le habían sido entregados al BCV como producto de un canje de parte de las acreencias que ese organismo mantenía en contra de la República.

Sin embargo, los montos de TEM que se retiraban eran muy superiores a los de DPN que se inyectaban al mercado, produciendo esto una aceleración en el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria.

Las **tasas de interés** por su parte, mostraron una caída sostenida desde que comenzó la implantación de la Agenda Venezuela, como consecuencia del exceso de liquidez y de su franca expansión a lo largo de esos meses. De hecho, la tasa activa anual promedio pasó de 62,6% en mayo de 1996 a 25,2% en diciembre de 1997, mientras que la pasiva, pasó de 41,9% a 17% en igual lapso. Esto implicó que a lo largo de la implantación de ese plan de ajuste las tasas de interés fueran profundamente negativas en términos reales. Esto estimuló notablemente la demanda de créditos a la banca, contribuyendo esto a la expansión de la oferta monetaria de ese año.

### 2.2.1.3. *La Cuestión Cambiaria y las Transacciones Externas*

En los primeros días de operación del nuevo sistema cambiario que se implantara el 17 de abril de 1996, la cotización aumentó hasta Bs./\$ 502, representando esto una especie de "overshooting", ya que rápidamente se ajustó a niveles similares a los que existían en el momento de la unificación, es decir, Bs./\$ 470, y en torno al cual se mantuvo oscilando en los meses sub-siguientes. La severa restricción monetaria implantada entonces por el BCV, los altos intereses que esto produjo en los primeros meses de la Agenda Venezuela, la abundancia de oferta privada de dólares producida por la entrada de capitales, y la relativa baja demanda de divisas después de las dos masivas devaluaciones de diciembre de 1995 y de abril de 1996, contribuyeron a aquella estabilidad.

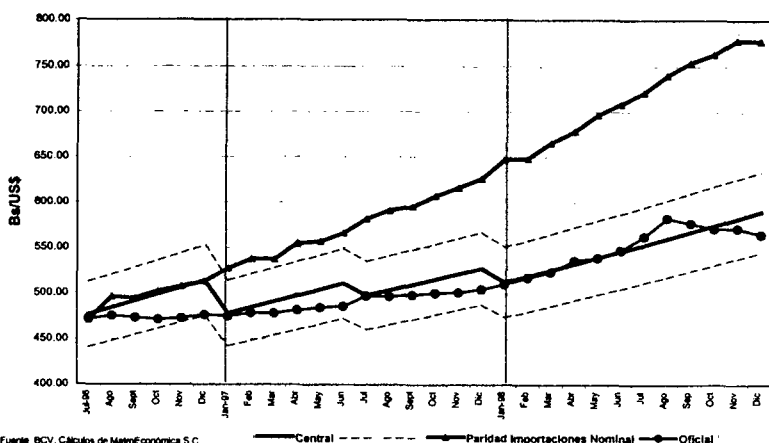
A partir del primero de julio de ese año, el BCV implantó un esquema de bandas cambiarias, ubicando la paridad central de la misma en la cotización existente, y estableciendo unos límites de fluctuación de 7,5% por encima y por abajo de aquella paridad. El tipo de cambio central se ajustaría a razón de un 1,3% por mes, porcentaje que coincidía con la inflación mensual deseada para el último trimestre del año.

En los meses que siguieron al establecimiento de las bandas se notó una gran estabilidad del tipo de cambio nominal, lo cual estaba en línea con los postulados de la nueva política cambiaria. A los fines de lograr ese objetivo de estabilidad las intervenciones del BCV aseguraban la satisfacción de la demanda de divisas que se producía, evitando así presiones sobre la cotización. Es así como a fines de diciembre de 1996 el tipo de cambio estaba en niveles muy próximos al límite inferior de la banda, ante lo cual las autoridades cambiarias decidieron revisar la paridad central, alineándola con el tipo de cambio existente el 31 de diciembre de ese año. La estabilidad cambiaria continuó a lo largo de todo el año 1997, produciéndose dos nuevas reducciones de la paridad central, una el primero de julio y otra el primero de enero de 1998. En otras palabras, la banda fue "quebrada" hacia abajo en tres oportunidades, para así impedir que el tipo de cambio se saliera de los límites inferiores de la misma.

En consecuencia, la política cambiaria de la Agenda Venezuela fue de una cuasi fijación del tipo de cambio dentro de una banda que más bien debió haber sido definida en torno a una paridad central fija. Esta alta estabilidad cambiaria se produjo en un entorno inflacionario mucho más acentuado que el existente en las economías de los principales socios comerciales de Venezuela, produciéndose en consecuencia una sostenida apreciación real de la moneda. De hecho, después de la devaluación de abril de 1996, el bolívar comercial, es decir, aquel utilizado para la adquisición

de divisas destinadas a la importación, pasó a estar en una situación de subvaluación acentuada. No obstante, el violento aumento de precios que se produjo en los primeros meses de implantación del ajuste, particularmente a nivel de mayoristas, hizo que aquella subvaluación desapareciera rápidamente, pasándose a una situación de práctico equilibrio en julio de ese año. En los meses que siguieron –aun cuando la inflación cedió, particularmente a nivel de mayoristas–, los precios internos continuaron aumentando con una intensidad mucho mayor que los externos, produciéndose así un sostenido y creciente proceso de sobrevaluación que se mantuvo durante el resto de 1996 y dos años subsiguientes<sup>9</sup>.

Gráfico N°5  
Tipo de Cambio y Bandas Cambiarias  
(Jul 96-Dic 98)



Fuente: BCV, Cálculos de MetroEconómica S.C.

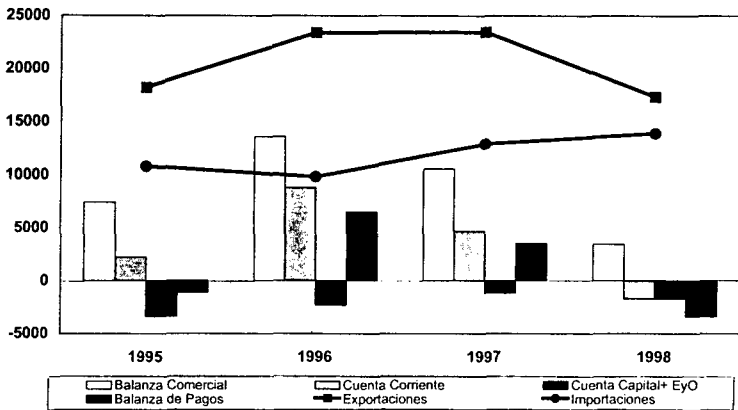
— Central — Paridad Importaciones Nominal — Oficial

9. El grado de subvaluación o sobrevaluación del bolívar comercial lo estimamos a través de la comparación del tipo de cambio nominal con la paridad de equilibrio para las importaciones. Esta última ha sido estimada por MetroEconómica, siguiendo la metodología de la paridad de poder de compra; para ello se configuró una cesta de monedas de los principales socios comerciales de Venezuela, asignándosele ponderaciones a los tipos de cambio de cada una de ellas con respecto al dólar, en razón del peso relativo de las importaciones procedentes de cada una de esas economías.

En 1996 se obtuvieron unos resultados muy favorables de las transacciones corrientes, contribuyendo a ello los importantes aumentos que experimentaron los precios de petróleo y los volúmenes de producción y exportación. Paralelamente, las importaciones sufrieron una caída de importancia debido, por una parte, a la maxidevaluación del bolívar y, por la otra, a la recesión económica que se vivía. Esa situación no sólo afectó a Venezuela, sino también a Colombia, país donde múltiples sectores sufrieron severas contracciones de ventas como consecuencia de aquella reducción de las compras de su socio comercial. La situación mostró un cambio en 1997 cuando la sobrevaluación creciente del bolívar contribuyó notablemente a incrementar las importaciones. A pesar de ello, y del desestímulo que ese fenómeno cambiario causó sobre algunas exportaciones manufacturadas, la cuenta comercial y la cuenta corriente de la balanza de pagos experimentaron sólidos superávits, aun cuando no de la magnitud de los del año precedente. Nuevamente, los altos precios petroleros de ese año, aun cuando algo menores que los de 1996, conjuntamente con los mayores volúmenes de exportación de hidrocarburos, contribuyeron notablemente a generar aquellos saldos favorables.

Por su parte, la cuenta capital combinada con los errores y omisiones, siguió arrojando déficit en los dos años analizados, aun cuando cada vez menores. En 1996 ello se debió, del lado negativo, a unos pagos elevados por concepto de amortización de deuda pública y de PDVSA, y del lado positivo, a las importantes entradas de capital privado, tanto de largo como de corto plazo. Las elevadas inversiones en la industria petrolera debido a los convenios operativos y a los contratos de asociación celebrados ese año, así como la entrada de capitales para inversiones en cartera, contribuyeron a reducir considerablemente el elevado déficit de 1995.

Gráfico N° 6  
Balanza de Pagos  
(Millones de US\$)



Fuente: BCV

En 1997 se reforzó la tendencia favorable de estas cuentas. Nuevamente, las altas entradas de capital privado contribuyeron decididamente al logro de este resultado, destacando entre éstas los pagos por concepto de la adjudicación de áreas en el programa de convenios operativos, también conocido como la Tercera Ronda, y el cual generó más de US\$ 2.000 millones, así como las nuevas inversiones en los programas de asociaciones estratégicas en la industria petrolera. Ello compensó parcialmente importantes salidas de capital de corto plazo, que se produjeron por la reducción de las tasas de interés internas y por el mayor riesgo-país, el cual se había afectado durante la segunda mitad del año como consecuencia del estallido de la crisis asiática. La condición de economía emergente afectó a Venezuela, al igual que a muchos otros países latinoamericanos, llevando a los inversionistas a tomar posiciones en dólares para protegerse del contagio de la crisis asiática, o de los efectos negativos de la crisis que estuvo a

punto de estallar en Brasil a fines de ese año<sup>10</sup>. Un factor interno que contribuyó a estimular estas salidas de capital fue la ya marcada sobrevaluación de la moneda, factor que alimentaba las expectativas cambiarias negativas.

Estos resultados de las distintas cuentas de la balanza de pagos hicieron que las reservas internacionales mostraron una franca y sostenida expansión a lo largo de la implantación de la Agenda Venezuela, pasando de US\$ 9.785 millones en abril de 1996 a US\$ 17.818 millones al cierre de 1997.

### *2.2.2. Actividad Económica, Situación Laboral y Social e Inflación*

En 1996 las variables de demanda del sector privado experimentaron contracciones de importancia. El consumo privado real cayó en más de un 4% como producto de la reducción del ingreso personal disponible real, el cual se vio afectado por el desempleo y por la elevación aguda de los precios, esta última debido a la devaluación, al incremento de las tarifas de servicios públicos, a la mayor tasa del impuesto a las ventas al mayor, al aumento de la gasolina, y a otros factores. La inversión, por su parte, también experimentó una caída durante ese año, a pesar que en los últimos meses mostró una recuperación. Esto último se debió al clima más favorable creado por la Agenda Venezuela, a las menores tasas de interés y a las inversiones en el área petrolera hechas por compañías multinacionales que concretaron asociaciones estratégicas con PDVSA.

La demanda del sector público también experimentó una contracción de importancia en términos reales, a pesar del substancial incremento que se operó en los ingresos fiscales por las razones ya explicadas (de-

---

10. Para una explicación más exhaustiva de los efectos de la crisis asiática sobre la América Latina, ver: ECLAC (1998) y Palma (1998).

valuación, mayor tasa del impuesto a las ventas, mayores precios de la gasolina, etc.). Buena parte de estos mayores ingresos fueron destinados al financiamiento de los programas sociales, y a los mayores requerimientos de gasto nominal generados por la alta inflación de ese año.

Aquella contracción de la demanda interna, que de acuerdo al BCV fue de 6,1%<sup>11</sup>, generó un efecto recesivo sobre la economía, produciéndose una contracción de 2,5% del PIB no petrolero. Los incrementos en los volúmenes de producción y de inversión del sector petrolero, generados como consecuencia de la política de apertura y de las favorables condiciones del mercado, hicieron crecer el PIB de ese sector en más de un 7% en 1996, haciendo que el PIB total experimentara tan sólo una ligera contracción de 0,2%.

La menor actividad económica interna se reflejó negativamente sobre el sector laboral, donde se observó un incremento en la tasa de desempleo y subempleo; ello contribuyó a generar una contracción de importancia en la capacidad de compra de la población, particularmente la de más bajos ingresos. Esto último estuvo estrechamente vinculado al repunte inflacionario de ese año, producto de los ajustes cambiarios, de tarifas, de precios de productos básicos, y de la tasa del impuesto a las ventas. Como ya se dijo, los 14 programas sociales que formaban parte de la Agenda Venezuela buscaban mitigar parcialmente este efecto de empobrecimiento que inevitablemente se iba a producir en las primeras fases del ajuste, como de hecho sucedió.

Sin embargo, lo que se buscaba después de este efecto adverso era el abatimiento de la inflación, condición de base para revertir aquel perverso proceso de empobrecimiento de las dos últimas décadas. De hecho, en la segunda mitad del año, y después de producirse

---

11. Ver BCV (1998).

el agudo ajuste de los precios durante los primeros meses de vida del plan, se operó una caída y ulterior estabilización de la inflación. Así, la inflación mensual promedio a nivel de consumidor del período comprendido entre julio de 1996 y diciembre de 1997 fue de 3%, mientras que a nivel de mayorista fue de 1,6%. Si bien éstas fueron tasas de inflación muy inferiores a las existentes antes del ajuste, las mismas se mantuvieron en niveles muy superiores a las metas acordadas con el FMI y anunciadas por los voceros gubernamentales. Los notables crecimientos de la oferta monetaria que se operaron en la segunda mitad de 1996 y a lo largo de 1997, que ya se explicaran en la sección 2.2.1.2., y la ausencia de elementos que permitieran quebrar la inercia inflacionaria entonces existente, contribuyeron al mantenimiento de la inflación en esos altos niveles.

En 1997 se notó una franca recuperación de la actividad económica, lográndose crecimientos de 3,9% del PIB no petrolero y 9,5% del PIB petrolero, lo cual, a su vez, produjo un crecimiento de 5,9% del PIB total. Ello se puede explicar por la fuerte expansión de la demanda, tanto pública como privada. Los desembolsos por concepto de inversión petrolera contribuyeron notablemente a aumentar la demanda del sector público, que también se vio estimulada por el crecimiento del consumo. Los ajustes de sueldos y salarios, combinados con las bonificaciones producidas a raíz de la reforma laboral de ese año, contribuyeron a expandir la partida de remuneraciones, y con ella la variable de consumo público.

La demanda privada también experimentó un gran crecimiento, contribuyendo para ello las cuantiosas inversiones de las empresas petroleras privadas que estaban asociándose con PDVSA, y las de las empresas que prestan servicios o soporte al sector petrolero. También el consumo privado experimentó un fuerte crecimiento,



particularmente el de inmuebles y el de bienes durables, como automóviles, línea blanca, etc., debido a los bajos niveles de las tasas de interés, a las mayores oportunidades de trabajo y a las más altas remuneraciones producidas por la Reforma Laboral de ese año. Toda esta situación contribuyó a mejorar las condiciones del sector laboral, notándose una contracción de la tasa de desempleo, así como un importante aumento del ingreso personal disponible real, y de la tasa salarial real promedio.

### 2.2.3. *Balance de la Agenda Venezuela*

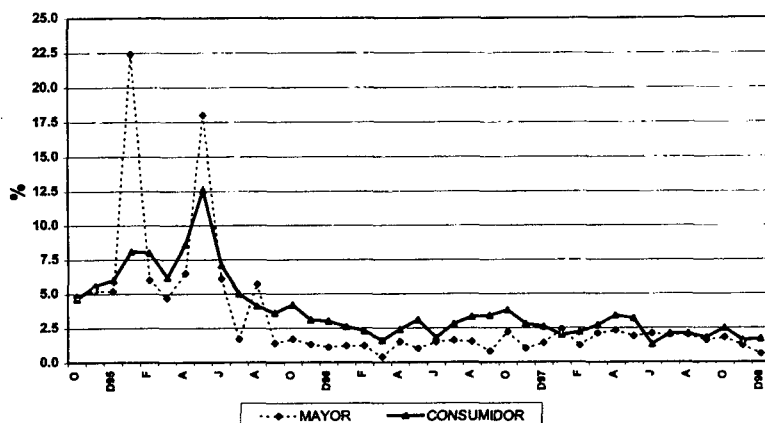
La aplicación de la Agenda Venezuela produjo resultados mixtos. Del lado positivo se puede mencionar el cambio de rumbo de la política económica, pasándose de un esquema caduco e inoperante a uno más racional y cónsono con los tiempos de apertura y globalización que hoy privan en el mundo. Ello se logró a través del desmantelamiento de una serie de restricciones y elementos distorsionantes, tales como los controles cambiarios y de precios, que ahuyentaban la inversión y limitaba el acceso de Venezuela a los mercados financieros internacionales. Otro factor que contribuyó al cambio de rumbo fue la implantación de una política de ajuste que buscaba corregir una serie de desequilibrios, y que debía ser seguida por una política económica más coherente, racional y permanente, siendo las reformas estructurales una parte esencial de la misma.

Desde el inicio de la Agenda Venezuela se notó un cambio de actitud de los inversionistas, tanto locales como extranjeros, quienes nuevamente comenzaron a ver a la economía venezolana como una de las que mayores oportunidades ofrecía en el mundo emergente. Un factor que contribuyó a ello, y que podría considerarse parte de esta nueva orientación de política económica, fue la apertura petrolera y el proceso de privatizaciones de bancos y de empresas del Estado que se dio durante este período.

El ajuste posibilitó la recuperación de una serie de variables económicas fundamentales, por lo menos durante el año 1997. Entre esas variables podemos mencionar las reservas internacionales, el consumo y la inversión privados, la actividad productiva, el salario real promedio y el nivel de empleo. Adicionalmente, se pudo frenar el franco ascenso inflacionario, bajando la tasa de aumento de los precios a niveles muy inferiores a los existentes antes de la implantación del ajuste. Sin embargo, no se logró reducir la inflación a los niveles deseados originalmente, no alcanzándose el objetivo acordado con el Fondo Monetario Internacional (Ver Gráfico N° 7).

Otro avance que se dio durante el período de implantación de la Agenda Venezuela fue la consolidación del sistema financiero, el cual, además de abrirse al capital extranjero, tuvo que acogerse a una serie de nuevas reglas y normativas, estrechamente supervisadas por un ente contralor mucho más eficiente y efectivo. Esto permitió la capitalización de las instituciones financieras y el saneamiento del sector.

Gráfico N° 7  
Inflación Mensual al Consumidor y al Mayor  
(1996-1998)



Fuente: BCV

Del lado negativo, puede decirse que la Agenda Venezuela adoleció de una serie de fallas, entre las que destaca la ausencia de disciplina fiscal, lo cual permitió una expansión desproporcionada de la oferta monetaria que impidió la reducción de la inflación a los niveles deseados. La política monetaria restrictiva que tuvo que implantar el BCV, además de las limitaciones que adolecía para neutralizar el efecto monetario expansivo producido por aquella indisciplina fiscal, resultó altamente costosa.

Adicionalmente, la elevada sobrevaluación del bolívar comercial, producida por el anclaje del tipo de cambio combinado con la mayor presión inflacionaria interna que externa, además de afectar la actividad productiva y el desarrollo del sector transable de la economía, produjo un factor potencialmente desestabilizador debido al creciente estímulo que la misma ejercía sobre las importaciones, y a su influencia en la formación de expectativas cambiarias negativas.

Finalmente, las reformas estructurales que debían darse en la segunda fase de la Agenda Venezuela, mostraron grandes retrasos. Si bien se notaron importantes avances en algunas áreas como la laboral, la de seguridad social y la de privatizaciones, fueron marginales los progresos en reformas fundamentales como las del Estado, la educación, la salud y la del Poder Judicial.

### *2.3. 1998, Retorno a la Crisis*

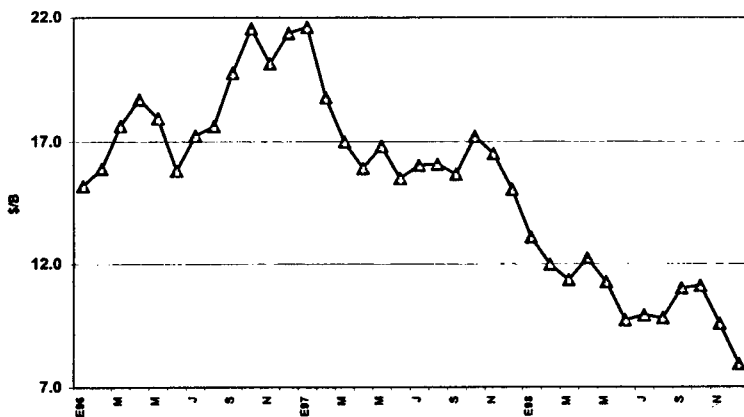
A comienzos de año, las perspectivas de 1998 eran favorables. Entonces se esperaba que los precios de exportación de petróleo mostraran un descenso, aun cuando no muy pronunciado, adversidad perfectamente superable dadas las expectativas de nuevos aumentos de producción y exportación petrolera, en línea con los planes de apertura de esa industria. Las elevadas inversiones que estos planes de expansión iban nuevamente a generar, combinadas con el mayor consumo

privado y con las más altas ventas externas que se esperaban, producirían una nueva expansión de la actividad económica, mejorando así la condición del sector laboral.

No obstante, la presencia de elementos distorsionantes internos, tales como la sobrevaluación y la sobreoferta monetaria, combinados con los retrasos de las reformas estructurales, introducían incertidumbre en las perspectivas de ese año. Por ello se preveían aumentos de las importaciones, salidas de capitales especulativos, contracción de las reservas internacionales y niveles inflacionarios aún elevados.

El desenvolvimiento económico de ese año, sin embargo, fue muy distinto al inicialmente esperado. La abrupta caída de los precios internacionales del petróleo, causada principalmente por la contracción de la demanda mundial debido a las secuelas recesivas de la crisis global y por los elevados inventarios existentes en los países consumidores, combinada con las ulteriores decisiones de recorte de producción tomadas por varios países exportadores de hidrocarburos, Venezuela entre ellos, tuvieron hondas repercusiones en la economía.

Gráfico N°8  
Precios Mensuales de la Cesta Petrolera Venezolana  
(1996-1998)



Adicionalmente, el enrarecido clima político causado por el atípico proceso electoral, y el deterioro de las expectativas cambiarias debido a la situación petrolera, a los efectos negativos de la crisis rusa de mediados de año y a la sobrevaluación del bolívar, contribuyeron al desarrollo de una profunda crisis.

### 2.3.1. *La Situación Fiscal*

Por cada dólar que baja el precio promedio de exportación de hidrocarburos, las exportaciones anuales de PDVSA se reducen en algo más de US\$ 1.100 millones, por lo que la baja de US\$ 5,50 del precio por barril de 1998 implicó una caída de las exportaciones algo mayor a US\$ 6.000 millones, un 34% de lo exportado en 1997.

Obviamente, esto se tradujo en una severa contracción de las cargas tributarias de PDVSA, haciendo que los ingresos fiscales petroleros de 1998 cayeran en más de un 43%, y que dentro de éstos, el impuesto sobre la renta de esa organización se contrajera en más de un 67% con respecto al año precedente<sup>12</sup>. Ello hizo que la participación de los ingresos petroleros en los ingresos fiscales corrientes pasara del 57% en 1997 a sólo 38% en 1998, y que estos últimos sufrieran una caída del 14%, lo cual implica una contracción real superior al 40%.

Ante esta situación, las autoridades económicas decidieron hacer una serie de recortes en los gastos, cuatro en total, que sumaban una cantidad próxima a los Bs. 1,2 billones, equivalentes al 10% de los gastos fiscales presupuestados para ese año. A pesar de ese enorme esfuerzo y sacrificio, el resultado de la gestión fiscal fue negativo, generándose un déficit equivalente a 4,2% del PIB, ya que a fines de año se aprobaron créditos adicionales por un monto similar a aquellos recortes, que dejaron el gasto en niveles similares a los inicialmente presupuestados.

12. Estimados del BCV. Ver BCV (1998).

Dado que ese déficit se obtiene restando a los ingresos corrientes los gastos corrientes y de capital, excluidos de estos últimos los pagos por concepto de amortización de la deuda pública, las necesidades de financiamiento del fisco normalmente son mayores que el déficit fiscal. Esto fue particularmente cierto en 1998, cuando los pagos de amortización de deuda aumentaron considerablemente, haciendo que aquellas necesidades de financiamiento fueran un monto superior al 9% del PIB. En efecto, los vencimientos de deuda externa de 1998 más los atrasos de años anteriores superaron los US\$ 2.600 millones, magnitud muy superior a la que se pagó en 1997. Por otra parte, los pagos por concepto de prestaciones nuevas establecidas en la nueva Ley del Trabajo estuvieron en el orden de los Bs. 465.000 millones, cifra muy superior a la del año precedente (Bs. 65.000 millones).

Al analizar las distintas partidas por concepto de servicio de deuda pública llegamos a la conclusión de que en 1998 la carga por este concepto fue particularmente elevada. En efecto, el substancial incremento de las tasas de interés internas aumentaron considerablemente las erogaciones por concepto de intereses de la deuda interna y de los pasivos laborales del sector público, haciendo que la suma de estas dos partidas alcanzara un monto equivalente al 20% del presupuesto y a 5% del PIB. Igualmente, el servicio de la deuda pública, tanto interna como externa, equivalió a más del 31% del presupuesto y a 7,5% del PIB. Si al servicio de aquella deuda pública total se le suma el servicio por concepto de pasivos laborales, se puede concluir que las obligaciones de pago que por este concepto ampliado de deuda tuvo el Fisco en 1998 equivalieron al 51% del presupuesto y a más del 12% del PIB<sup>13</sup>.

A pesar de la crisis fiscal que se vivía no se tomaron una serie de medidas que ya mostraban un gran atraso,

---

13. Estimados de MetroEconómica. Ver MetroEconómica (1998).

y que, de ser implantadas, habrían ayudado a mitigar la crítica situación fiscal. Una de ellas era la modernización de la estructura tributaria del país, substituyendo el Impuesto al Consumo Suntuario y Ventas al Mayor por un impuesto al valor agregado con muy pocas exenciones y simple en su estructura. Igualmente, era indispensable mejorar la eficiencia de la recolección tributaria y simplificar el impuesto sobre la renta para incrementar su recaudación. Paralelamente, era indispensable acelerar los procesos de privatización, particularmente el del aluminio, el cual no se dio, en buena medida por una serie de condiciones impuestas por los propios organismos públicos que manejaban el proceso haciéndolo económicamente inviable.

La necesidad de financiamiento para cubrir la brecha fiscal llevó al Ejecutivo a contratar nuevo endeudamiento, tanto interno como externo. La colocación de bonos que se hizo en los mercados internacionales, sin embargo, fue onerosa, entre otras razones por la mayor prima de riesgo-país asignada a Venezuela, teniéndose que aceptar unas condiciones poco favorables para la colocación de dichas obligaciones. Adicionalmente, se utilizaron recursos del Tesoro Nacional que estaban depositados en el BCV.

### 2.3.2. *La Política Monetaria y las Tasas de Interés*

A pesar del efecto contractivo que sobre la oferta monetaria tuvieron la caída de las reservas internacionales en poder del BCV y los recortes de gasto público a lo largo de 1998, el instituto emisor se vio forzado a continuar su política monetaria restrictiva a través de la emisión de obligaciones y de la reapertura de su mesa de dinero. Con ello buscaba restringir la cantidad de medios de pago en circulación con el fin de mitigar la sobredemanda de divisas que se produjo principalmente en el segundo y tercer trimestre del año.

Como producto de lo anterior, la oferta monetaria experimentó una contracción de importancia tanto en términos nominales como reales durante los primeros nueve meses de 1998, haciendo que las tasas de interés aumentaran considerablemente durante ese lapso. De hecho, en el mes de septiembre las tasas pasivas de los distintos bancos superaban el 50%, mientras que la tasa activa promedio estaba en torno al 75%, no siendo infrecuente la fijación de tasas para préstamos de corto plazo en niveles próximos al 100%. Esos eran unos niveles muy elevados, al punto de que para ese momento las tasas pasivas reales se ubicaban en niveles superiores al 20%, mientras que las activas superaban holgadamente el 40%.

La elevación notable del costo de financiamiento tuvo consecuencias muy profundas. Por una parte, se frenó la demanda de créditos y con ella el dinamismo del consumo y la inversión, produciéndose así un retroceso en la actividad productiva no petrolera, siendo la construcción y la productora de bienes durables las áreas que más sufrieron. Por otra parte, la elevación de las tasas de interés contribuyó al deterioro de la cartera de la banca produciéndose un aumento importante de la morosidad, siendo los préstamos personales para la adquisición de automóviles y otros bienes durables los que mayor morosidad experimentaron.

Adicionalmente, la banca tenía que pagar altísimos intereses por sus depósitos, y veía cada vez más limitadas las posibilidades de prestar recursos, debiéndose esto último a varias razones, tales como:

- la menor demanda de créditos del público
- el temor de que los prestatarios de los nuevos créditos se vieran imposibilitados de honrar sus compromisos debido a los altos intereses
- el temor de caer en situación de iliquidez al producirse retiros masivos de depósitos con



la finalidad de adquirir dólares ante la expectativa de una inminente devaluación

- ° el deseo de mantener un alto nivel de liquidez que eventualmente pudiera ser utilizado en la adquisición de divisas antes de producirse la devaluación.

Con respecto a este último punto, las autoridades monetarias y financieras buscaron mecanismos para impedir que la banca se excediera en su demanda de divisas. En tal sentido decidieron reducir el porcentaje de los activos netos que ésta podía mantener en moneda extranjera de un 25% a un 15% del patrimonio. Si bien este tipo de medidas puede tener alguna efectividad, la experiencia enseña que ante una situación de inminente devaluación de la moneda surgen los mecanismos a través de los cuales se obvian aquellas limitaciones.

Por último, el alto costo de la política monetaria hizo que en el segundo semestre de 1998 los gastos del BCV por operaciones de política monetaria en moneda nacional fueran un 60% más altos que los del primer semestre, desmejorándose así sus resultados en operaciones<sup>14</sup>.

### 2.3.3. *La Política Cambiaria, el Tipo de Cambio y las Transacciones Externas*

Tradicionalmente, en Venezuela las expectativas cambiarias están estrechamente vinculadas al comportamiento de los precios de exportación de los hidrocarburos. En 1998 se confirmó esa regla, haciendo que la considerable caída de esos precios desencadenara un convencimiento generalizado de que el bolívar sería

---

14. De acuerdo a los estados financieros del BCV correspondientes al segundo semestre de 1998, los gastos por operaciones de política monetaria en moneda nacional en ese lapso fueron de Bs. 459.106 millones, cifra muy superior a la correspondiente al semestre anterior (Bs. 286.939 millones). Esto hizo que el resultado en operaciones de los últimos 6 meses de ese año fuera de tan sólo Bs. 2.581 millones, mientras que en la primera mitad del año éste fue de Bs. 62.337 millones.

devaluado. Adicionalmente, la presencia de otros factores contribuyó a la formación de esas expectativas cambiarias, pudiendo mencionarse entre ellas: 1. la sobrevaluación del bolívar comercial, que para los primeros meses del año ya estaba en torno al 30%; 2. la incertidumbre política creada por el apuntalamiento de la candidatura de Hugo Chávez en las encuestas de opinión, lo cual preocupaba a los agentes económicos por el poco conocimiento que se tenía de la orientación que éste daría a la política económica en caso de resultar vencedor en las elecciones de diciembre; y 3. la convicción cada vez mas generalizada de que el gobierno se vería forzado a devaluar con el fin de generar mayores ingresos fiscales provenientes de la actividad petrolera, para así cerrar la brecha presupuestaria creada por la caída de los precios de exportación.

Ello produjo una presión de demanda persistente sobre el mercado cambiario, particularmente desde el mes de abril, acentuándose la misma en junio debido a las incertidumbres creadas por los cambios en el gabinete económico, y por unas declaraciones del presidente del BCV acerca de la necesidad de introducir cambios en la política cambiaria. Sin embargo, la situación se agravó notablemente en agosto y primera mitad de septiembre, cuando la demanda de divisas alcanzó niveles críticos.

Un factor que contribuyó a exacerbar la demanda de divisas fue el estallido de la crisis rusa a mediados de agosto, la cual fue ocasionada por la devaluación del rublo y por la declaración unilateral de moratoria sobre parte de la deuda pública de ese país. Esa crisis no sólo ocasionó el derrumbamiento de la bolsa y de los precios de los bonos rusos en los mercados internacionales, sino también los de los países del mundo emergente, Venezuela entre ellos. En este último caso los efectos de esa crisis fueron particularmente agudos, ya que los analistas internacionales identificaron las situaciones de Rusia y Venezuela como muy similares,

dada la condición de países petroleros que ambos tienen. De allí que se generalizara la convicción de que en Venezuela sucedería algo muy similar al caos que se vivía en aquel país europeo, haciendo que los agentes económicos vendieran nerviosamente los valores venezolanos, produciéndose así el desplome de la Bolsa de Caracas y de los precios de los bonos venezolanos en el exterior. Adicionalmente, la demanda local de dinero bajó abruptamente y se redobló la compra de divisas con el fin de transferir esos recursos al exterior. Con todo ello se buscaba protección contra la adversidad que se venía.

El BCV decidió resistir los embates especulativos, permitiendo tan sólo ajustes marginales del tipo de cambio a través de la venta masiva de divisas para satisfacer la demanda. Paralelamente, las tasas de interés experimentaron el agudo repunte que ya mencionáramos, haciendo muy costosa la adquisición de divisas. Finalmente, a mediados de septiembre se obvió que el BCV no estaba dispuesto a devaluar la moneda y contaba con los recursos para seguir defendiéndola. Ante esa situación los especuladores no sólo dejaron de demandar divisas sino que se apresuraron a liquidar sus posiciones en dólares debido al elevadísimo costo en que estaban incurriendo.

Esto puso fin a la oleada especulativa contra el bolívar, permitiendo esto su fortalecimiento sostenido con respecto al dólar en las semanas siguientes y la reducción de las tasas de interés. Durante el mes de noviembre volvió a operarse una depreciación sostenida del bolívar, aunque de magnitudes muy moderadas, para luego revertirse de nuevo esa tendencia. En efecto, después de la elección presidencial del 6 de diciembre se apoderó del mercado una ola de optimismo debido a las positivas declaraciones del presidente electo, produciéndose una acentuada recuperación, aunque efímera, de la Bolsa de Valores, así

como un fortalecimiento del bolívar que perduró en las semanas siguientes. De hecho, el tipo de cambio de cierre de año fue de Bs./\$ 565, nivel similar al existente a fines de julio.

Con respecto a los resultados de las transacciones externas puede decirse que la cuenta corriente de la balanza de pagos experimentó un déficit, que de acuerdo a estimados preliminares del BCV fue de US\$ 1.716 millones. Ello no sólo fue consecuencia de la caída de las exportaciones petroleras, sino también del incremento que experimentaron las importaciones, a pesar de la situación recesiva que se vivió en gran parte del año. Como en el pasado, la creciente sobrevaluación del bolívar comercial contribuyó a la expansión de estas compras externas.

La cuenta de capital –más los errores y omisiones– también experimentó un déficit debido principalmente a las salidas de capital ya mencionadas, así como a los altos pagos por concepto de amortización de la deuda externa pública. Sin embargo, el retorno de capitales que se operó a partir de septiembre como consecuencia de la liquidación de las posiciones en dólares, así como la transferencia al BCV de parte del fondo de rescate de deuda del Fondo de Inversiones de Venezuela, y de la mitad de los colaterales de los bonos Brady que se canjearon por bonos globales en 1997, que se habían liberado como producto de aquella operación de canje y que estaban bajo la custodia del Tesoro norteamericano, contribuyeron a mitigar el déficit de la cuenta capital y la caída de las reservas internacionales en poder del BCV. En efecto, de no haberse producido aquellas transferencias al instituto emisor, la contracción de sus reservas internacionales habría sido muy superior a los US\$ 3.433 millones reportados.

#### 2.3.4. *Actividad Económica, Situación Laboral y Social e Inflación*

Las variables de demanda, tanto del sector público como del privado, experimentaron contracciones en 1998. No obstante, en los primeros meses del año se produjo un dinamismo de relativa consideración en el consumo y particularmente en la inversión privada, lo cual respondió a las favorables expectativas económicas que existían entonces. Por una parte, la inversión petrolera privada siguió mostrando el alto dinamismo del año precedente, no siendo sino después de hacerse manifiesta la caída de los precios y los recortes de demanda, así como las decisiones de revisar las inversiones de PDVSA, cuando las compañías extranjeras del sector desaceleraron sus proyectos de inversión. También contribuyó a ello el clima de incertidumbre cada vez mayor que se produjo en medio de la contienda electoral debido a los reiterados anuncios de revisión por Hugo Chávez, quien ya punteaba en las encuestas de opinión de los acuerdos petroleros hechos entonces. Otro factor que influyó negativamente sobre las decisiones de inversión privada fue la crisis rusa, la cual, como ya se dijo, afectó con particular fuerza a Venezuela. La substancial elevación de las tasas de interés y las expectativas cambiarias cada vez más negativas también hicieron mella sobre esta variable de demanda.

El consumo privado, por su parte, también mostró cierto dinamismo, particularmente en los primeros meses del año. Sin embargo, la substancial elevación de las tasas de interés no sólo paralizó la demanda de créditos orientados al consumo de bienes durables, sino que hizo que múltiples consumidores incumplieran sus obligaciones de deudas previamente contraídas. Esto fue particularmente cierto en el caso del consumo de vehículos. Las compras de otros bienes y servicios también se vieron afectadas por la elevación de las tasas de interés y por las menores oportunidades de empleo debido a la recesión; de hecho, múltiples empresas rea-

lizaron despidos masivos particularmente durante la segunda mitad del año.

Esta situación, combinada con el bajo dinamismo del consumo público y con la contracción de la inversión del sector estatal, produjo la reducción de la demanda agregada interna a la que ya hicimos referencia. La desaceleración de los planes de inversión y expansión de la industria petrolera nacional merece especial mención. En efecto, la caída de los precios y de la demanda de hidrocarburos a nivel mundial llevó a PDVSA a revisar sus proyectos de inversión, decidiéndose reducir los mismos en un monto cercano a los US\$ 1.800 millones, lo cual representaba cerca del 30% de sus planes originales de inversión para ese año.

Ese comportamiento de la demanda agregada interna, combinado con la abrupta caída de las exportaciones y con el nuevo crecimiento de las importaciones, hicieron que el nivel de actividad económica decreciera, tanto en el sector petrolero como en el no petrolero. De acuerdo a estimados preliminares del BCV, el PIB de 1998 experimentó una contracción de 0,7%, la cual luce conservadora para la dimensión de la crisis que se vivió en el año.

Las menores oportunidades de empleo, combinadas con la caída del salario real promedio se conjugaron ese año para producir una contracción de importancia en el ingreso personal disponible real. Esto significó un retroceso en el nivel de vida de la población, revirtiéndose así los avances logrados en esta materia en el año 1997.

La inflación, por su parte, si bien se mantuvo en niveles elevados, mostró a lo largo del año una desaceleración de cierta importancia. En efecto, el aumento promedio de los precios a nivel de consumidor fue de 35%, magnitud bastante menor que la del año anterior (50%), mientras que el incremento de dichos precios entre diciembre de 1997 y diciembre de 1998 fue

de 29,9%, cifra también inferior a la del año precedente (37,6%); igual fenómeno sucedió con los precios a nivel de mayorista. Esa desaceleración tendió a ser aún más pronunciada durante el segundo trimestre del año, cuando la caída del consumo privado, combinada con la restricción monetaria, y con las altas tasas de interés se manifestaron con más fuerza. No obstante, llama la atención la rigidez de la inflación, la cual se esperaba debía ceder con mayor intensidad. El factor inercial, combinado con las trabas estructurales existentes parecen haber jugado un papel de importancia en el comportamiento de los precios, impidiendo la reducción más acentuada de la inflación.

### 3. CONCLUSIONES

Al igual que sucede cuando se evalúa cualquier gestión, del análisis aquí hecho se puede concluir que el manejo de la política económica durante el quinquenio 1994-1998 mostró una serie de aciertos, pero también adoleció de fallas y debilidades que se reflejaron muy negativamente sobre la sociedad venezolana.

Con respecto a los aciertos, hay que decir que la mayor parte de ellos se produjeron durante la etapa de implementación de la Agenda Venezuela, cuando se tomaron una serie de decisiones o se produjeron ciertas condiciones que generaron resultados muy positivos. Entre ellas destaca la implementación de la apertura petrolera, la cual le permitió a PDVSA la realización de alianzas estratégicas con empresas multinacionales para la ampliación de la capacidad de producción. Estas asociaciones fueron hechas en condiciones muy favorables para el país, ya que, además de los ingresos percibidos por concepto de primas pagadas por aquellas empresas, se posibilitó el objetivo buscado con muy poco riesgo y bajo costo para PDVSA; ello permitió ampliar considerablemente el espectro del negocio petrolero local, lo cual no lo hubiera podido haber hecho

PDVSA aisladamente, por no disponer de los recursos para ello.

Otro aspecto positivo fue la consolidación del sistema financiero después de la crisis iniciada en 1994. La privatización de algunos de los bancos en poder del Estado, la apertura del sector a la banca internacional, el establecimiento de una normativa bancaria cónsona con los estrictos criterios internacionales y la substancial mejora en los esquemas de supervisión de la banca, contribuyeron decididamente al logro de esa consolidación.

La rectificación de rumbo de la política económica implícita en la Agenda Venezuela, pasándose de un esquema anacrónico y caduco a otro más en línea con la realidad del mundo globalizado, es otro de los créditos que hay que darle a las autoridades económicas. El manejo atinado del plan de ajuste, contribuyendo para ello la habilidad política del presidente Caldera y la acertada conducción de la política de comunicación e información de Teodoro Petkoff, contribuyó mucho a generar los aspectos positivos de ese plan, por lo menos en sus fases iniciales. Adicionalmente, la sagacidad política del Presidente, permitió desmantelar la explosiva situación política en que estaba sumido el país a comienzos del período analizado, pasándose a un ambiente de tranquilidad y de colaboración de los partidos, que contribuyó a mejorar la viabilidad del gobierno.

También, como parte de la Agenda Venezuela se hicieron importantes avances en algunas reformas estructurales, tales como la del sistema de prestaciones sociales, la de la seguridad social, privatización de entes públicos, e incluso la del Poder Judicial con la aprobación del Código Orgánico Procesal Penal. Ulteriormente, y como producto de la Ley Habilitante que le permitió al Ejecutivo promulgar una serie de decretos-ley a fines de 1998, se produjeron importantes avances en áreas fundamentales tales como la creación del Fondo de



Estabilización Macroeconómica y la puesta en marcha de la nueva Ley de Aduanas. Sin embargo, quedó aún mucho camino por recorrer en materia de reformas estructurales, particularmente en la del Estado, en la de la educación, salud, administración de justicia, descentralización, seguridad social, fondos de pensiones, y algunas otras, entorpeciendo esto el proceso de transformación y modernización del país. De hecho, esa es una de las mayores críticas que se le puede hacer a la administración del presidente Caldera.

Entre otros aspectos positivos de esa gestión cabe mencionar dos decisiones tomadas al inicio del período: Por una parte, la ratificación de la participación activa de Venezuela en los nuevos esfuerzos de integración económica andina, que se habían iniciado con gran éxito durante la administración anterior y, por la otra, la creación del SENIAT, lo cual fue un paso importante que podría haber marcado el inicio de la modernización de la estructura tributaria de Venezuela. Sin embargo, a lo largo del período analizado se notó un cierto deterioro de esta organización por la falta de apoyo institucional y político, disminuyendo su eficacia.

Del lado negativo, puede concluirse que la decisión de retornar al viejo esquema de política económica intervencionista, controlada y altamente subsidiada que privó durante los dos primeros años de la administración de Caldera fue muy negativa. Los escasos recursos con que contaba ahora el Estado y el ambiente ampliamente inflacionario en que se vivía, impedían que éste pudiera seguir jugando el papel paternalista y dadivoso del pasado, haciendo que el resultado de esa política fuera contraproducente. La ausencia de un clima propicio para el desarrollo de actividades económicas rentables ahuyentó la inversión, mientras que la acentuación del proceso de empobrecimiento causado por la escalada inflacionaria impidió que el consumo privado pudiera jugar un papel locomotor de la actividad económica, limitándose así las posibilidades de empleo.

Si a esto agregamos un deficiente manejo de la cuestión económica, caracterizada por la imprecisión de la política económica a seguir, por las marchas y contramarchas en la toma de decisiones, por la rotación de miembros del gabinete, por el enfrentamiento abierto de altas autoridades económicas, y por la aparente separación del Presidente de todo lo relacionado con esta materia, es fácil inferir los resultados tan adversos que se vivieron durante esos años. Pero quizás el factor que más contribuyó al profundo deterioro de entonces fue el desacertado manejo de la crisis financiera, lo cual produjo consecuencias profundamente negativas cuyas secuelas aún se padecen.

Una serie de fallas de política económica que se produjeron durante el período de implantación de la Agenda Venezuela tuvieron también consecuencias adversas. Como ya se mencionara, la sobrevaluación del bolívar comercial y el estancamiento de la inflación en niveles superiores a los esperados, fue producto, principalmente, de las debilidades de las políticas cambiaria y fiscal de ese período. Los efectos negativos que ello causó trascendieron al período del ajuste, ya que los avances que de hecho se lograron en materias críticas como la disminución de la pobreza y la elevación del nivel de vida de la población fueron menores a los esperados. Esto se transformó en una rémora que introdujo limitaciones en las posibilidades de política económica ulterior, y en los posibles resultados de la misma.

Los altos precios de exportación de petróleo de 1996 y 1997 fueron una ayuda de gran valor y por demás oportuna, ya que la misma coincidió con los períodos difíciles y adversos del plan de ajuste. Sin embargo, lejos de explotarse eficientemente esa favorable coyuntura, aprovechándola para avanzar más rápidamente y con menores traumas en el proceso de reforma estructural de la economía, lo que se hizo fue desacelerar la marcha, restándosele importancia a mu-

chas de esas reformas que ahora no se veían tan inminentes y urgentes. El respiro petrolero daba un margen de maniobra que permitía retrasar la implantación de una serie de reformas con las que, en el fondo, no comulgaban plenamente algunos miembros del alto gobierno. Ello introdujo asimetrías en el proceso de modernización y reforma, manteniéndose así un alto grado de vulnerabilidad de la economía. Esto probó ser un grave error en 1998, cuando la crisis petrolera causó unos efectos mucho más negativos sobre la economía de los que se hubieran producido de haberse avanzado con más decisión y coordinación en las distintas reformas estructurales necesarias. A modo de ejemplo cabe mencionar el retraso que se produjo en la aprobación del Fondo de Estabilización Macroeconómica, que de haberse implantado desde 1996 mucho menor habría sido la crisis de 1998.

De allí la necesidad de recuperar el tiempo perdido. Sin duda, se hace indispensable definir e implantar el nuevo esquema de desarrollo de Venezuela en el que le tocará jugar papeles relevantes y específicos a todos los grupos que forman la sociedad, papeles éstos, por cierto, muy diferentes a los de épocas pretéritas. En el nuevo modelo el Estado tiene que seguir jugando un papel de gran importancia, aun cuando muy distinto al que tuvo en el esquema de las últimas décadas. Si bien no podrá seguir actuando como el padre generoso del pasado, recaerán directamente sobre él obligaciones y tareas fundamentales, entre las que destaca liderar el proceso de cambio, y hacer que todos los agentes sociales unan esfuerzos con él en la consecución de los objetivos deseados. De allí la importancia de que ese Estado defina unas reglas de juego claras, creíbles, aceptables y permanentes bajo las cuales actuarán los otros miembros de la sociedad civil, y asegure su fiel cumplimiento a través de una eficiente supervisión, y de un sistema de justicia que asegure los derechos de todos los agentes sociales y penalice a aquellos que transgredan el estamento legal.

# ANEXO ESTADISTICO

## INDICADORES ECONOMICOS BASICOS 1993-1998

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>ACTIVIDAD ECONOMICA Y DESEMPLEO</b>						
Producto Interno Bruto (PIB) (Millones de Bs. a precios corrientes)	5453903,00	8632210,0	13504162,0	28091141,0	43211926,0	52030300,0
Var%	32,0	58,3	56,4	108,0	53,8	20,4
Producto Interno Bruto Real (Millones de Bs. 1984) (PIB)(1)	558202,0	542246,0	566627,00	565506,0	598899,0	594866,0
Var%	0,3	-2,9	4,5	-0,2	5,9	-0,7
PIB No Petrolero (Millones de Bs. 1984)	422850,0	403471,0	416494,0	406046,0	421817,0	418495,0
Var%	-1,3	-4,6	3,2	-2,5	3,9	-0,8
PIB Petrolero (Millones de Bs. 1984)	124393,0	130099,0	139489,0	150139,0	164407,0	162796,0
Var%	7,1	4,6	7,2	7,7	9,5	-1,0
Tasa de Desempleo	8,0	8,5	10,2	12,4	9,6	11,8
<b>Inversión BRUTA TOTAL (Millones de Bs. 1984)</b>						
Inversión Bruta Fija Total	93257,0	59063,0	81500,0	76382,0	91119,0	86613,0
Var%	-18,7	-36,7	38,0	-6,3	19,3	-4,9
<b>INDICADORES DE PRECIOS E INFLACION (1984=100)</b>						
Indice de Precios al Consumidor Promedio Anual	1302,9	2095,2	3350,8	6697,2	10048,7	13644,4
Var% (Inflación Promedio)	38,1	60,8	59,9	99,9	50,0	35,8
Indice de Precios al Consumidor al cierre del año	1563,7	2671,7	4184,3	8504,3	11702,7	15198,0
Var% (Inflación Puntual)	45,9	70,9	56,6	103,2	37,6	29,9
Indice de Precios al Mayor Promedio Anual	1202,7	2135,8	3369,1	6851,0	8885,2	10854,8
Var% (Inflación Promedio)	35,4	77,6	57,7	103,3	29,7	22,2
Indice de Precios al Mayor al Cierre del Año	1457,5	2762,4	3968,0	8164,8	9574,1	11802,2
Var% (Inflación Puntual)	47,4	89,5	43,6	105,8	17,3	23,3

<b>INDICADORES DE TIPO DE CAMBIO Bs/USAS</b>						
<b>Tipo de Cambio Oficial</b>						
Promedio Anual	91,2	148,9	176,9	417,2	490,1	547,6
Var%	33,3	63,3	15,6	136,1	17,5	11,7
Cierre del Año	106,0	170,0	290,0	476,5	504,3	564,5
Var%	33,0	60,4	70,6	64,3	5,8	11,9
<b>Paridad Comercial Importaciones (BASE NOMINAL DIC 95=100) (2)</b>						
Nivel de Desviación Nominal al cierre	1,2	11,1	0,0	8,3	24,8	37,5
<b>INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS</b>						
<b>Liquidez Monetaria al Cierre (M2) (Millones de Bs)</b>	1660677,0	2570250,0	3548436,0	5391452,0	8945741,0	10423014,0
Var%	25,7	54,8	38,1	48,9	65,9	16,5
<b>Tasa de Interés Nominal Activa al Cierre</b>	71,84	42,48	42,7	23,7	26,2	49,7
<b>Tasa de Interés Nominal Pasiva al Cierre</b>	57,72	24,28	27,2	13,0	16,4	35,5
Tasa de Interés Nominal Activa Promedio Anual	61,3	54,6	39,9	40,7	23,9	46,5
Tasa de Interés Nominal Pasiva Promedio Anual	51,4	36,0	24,0	24,7	13,4	35,1
Tasa de Interés Real Activa Promedio Anual(3)	16,7	-3,9	-12,5	-29,6	-17,4	7,9
Tasa de Interés Real Pasiva Promedio Anual(3)	9,6	-15,4	-22,4	-37,6	-24,4	-0,5
<b>INDICADORES DEL SECTOR EXTERNO (MILLONES DE USAS)</b>						
<b>Precio de Realización de la Cesta Petrolera Venezolana US\$/B</b>	13,1	13,2	14,8	18,3	16,3	10,8
<b>Exportaciones Totales de Bienes FOB</b>	14856	15686	18224	23400	23445	17320
<b>Importaciones Totales de Bienes FOB</b>	11390	8090	10792	9810	12895	13889
Saldo de la Balanza Comercial	3466	7596	7432	13590	10550	3431
Saldo de la Cuenta Corriente	-1993	2450	2255	8824	4683	-1716
Saldo de la Cuenta de Capital y Errores y Omisiones	1340	-3343	-3381	-2291	-1154	-1703
Saldo de la Balanza de Pagos	-653	-893	-1127	6533	3529	-3419
<b>Reservas Internacionales Brutas al Cierre(4)</b>	12656	11507	9723	15229	17818	14849
<b>GESTION FISCAL DEL GOBIERNO CENTRAL(4)</b>						
Déficit(-)Superávit(+) Fiscal como % del PIB(6)	-6,3	-6,0	-4,8	0,2	1,9	-4,2

## BIBLIOGRAFÍA

- Banco Central de Venezuela (BCV) (1994 a 1998): *Informe Económico*, Caracas.
- \_\_\_\_\_ (Varios) *Informe Mensual*, Caracas.
- \_\_\_\_\_ (1998) *Mensaje de Fin de Año del Presidente del Banco Central de Venezuela*, Caracas.
- Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) (1998): *Impact of the Asian Crisis on Latin America*, Santiago: United Nations.
- García, G.; Rodríguez, R. Salvato, S. (1998): *Lecciones de la Crisis Bancaria de Venezuela*, Caracas.
- Hernández Delfino, C. (1996): *Banking Crisis in Venezuela: Lessons from Experience* (Mimeografía).
- MetroEconómica (1998): *Reporte Especial, La Economía Venezolana durante 1998 y Tendencias para 1999*, Caracas.
- \_\_\_\_\_ (1994 -1997) *Reporte General (Varios)*, Caracas.
- Palma, P.A. (1998): *The Global Crisis and its Impacts on Latin America*. Presentación en The Wharton School, University of Pennsylvania. Philadelphia.
- Palma, P.A. Rodríguez, L.R. (1997): *Sustainability of Adjustment Plans and Economic Reforms: The Venezuelan Case*. New York: The Americas Society (Mimeografía).