

Miguel Ignacio Purroy

El turno de la crisis económica

Después del 4-F, al menos teníamos el consuelo de que la economía no andaba tan mal. La actividad económica continuaba floreciendo, a pesar de dos intentos de golpe de Estado. Fuimos testigos en 1992 del mayor crecimiento no petrolero de los últimos quince años. En términos reales, el bolívar no se devaluó. El desempleo bajó de 8,7 % a 8,3 %. Y las reservas internacionales descendieron únicamente en 14 %, quedando al final un saldo suficiente para cubrir más de doce meses de importaciones, superior al promedio de cobertura de muchos países desarrollados.

Quedó demostrado que la dinámica de los ciclos económicos tiene una relativa autonomía frente al contexto político. El «milagro» de 1992 se explica por el hecho de que la economía entró «embalada» a principios de ese año por efecto del impulso retardado de dos años de fuerte expansión fiscal. En ese momento la onda expansiva estaba alcanzando la esfera del consumo privado. También se hicieron presentes los efectos estimulantes que todo proceso de apertura comercial-aduanera suele generar en el corto plazo, máxime cuando el colchón de reservas internacionales es muy mullido. Adicionalmente, el proceso de desregulación del mercado liberó un buen cúmulo de iniciativas reprimidas y abrió nuevas líneas de negocios. Esa combinación de alegría del consumo privado con liberación de la economía tenía que producir necesariamente el auge del que fuimos testigos en 1992.

CAMBIO DE PERCEPCIÓN: DE LA EUFORIA AL PESIMISMO

Hasta hace poco, cuando uno pulsaba la opinión de la gente de negocios, se percibía tranquilidad y optimismo. No es que no tuvieran conciencia de las dificultades políticas, pero se pensaba que la economía gozaba de suficiente salud como para soportar sin mayor daño ese impase que se consideraba exclusivamente político. Hoy, sin embargo, el estado de ánimo es radicalmente distinto. No tanto porque no se le vean salidas al problema político, sino sobre todo porque ha cambiado la percepción sobre la salud de la economía misma. Ha cundido un pesimismo generalizado. Un termómetro de ello es la enorme presión, que desde principios de Marzo se ha ejercido sobre el mercado cambiario. La gente quiere poner los ahorros a buen resguardo en el exterior.

¿Qué ha sucedido? Uno se siente tentado a responder que nada nuevo, que el optimismo de hace unos meses sólo era producto de la ingenuidad, que bastante habíamos venido algunos advirtiendo sobre la fragilidad del auge de los pasados tres años. Pero en economía las percepciones subjetivas son tan importantes como las condiciones objetivas. Estas han podido estar presentes desde hace tiempo, pero sólo

comienzan a regir las decisiones de los agentes económicos cuando son asimiladas en la conciencia colectiva. Y es ahora cuando la gente ha percibido que el país tiene un grave problema fiscal, que no existe la voluntad política para resolverlo y que el déficit ejercerá durante un buen tiempo una gran presión sobre la inflación y las tasas de interés. El optimismo ingenuo de antes ha cedido paso al más negro pesimismo.

La espita a través de la cual se está desahogando el pesimismo es la fuga de divisas. El público y las empresas han supuesto que el gobierno tendrá que recurrir a la devaluación para tapar el déficit. Prefieren adelantarse cambiando sus bolívares por dólares. Cuando se enteran que las reservas de divisas van disminuyendo por efecto de esta presión, entra en escena el miedo a que el BCV decida en algún momento suspender la venta de divisas. A partir de ahí el temor de una devaluación se transforma en pánico, porque ya no preocupa tanto el encarecimiento del dólar, sino el no poder adquirirlo a causa de un posible control de cambio.

La espita a través de la cual se está desahogando el pesimismo es la fuga de divisas. El público y las empresas han supuesto que el gobierno tendrá que recurrir a la devaluación para tapar el déficit. Prefieren adelantarse cambiando sus bolívares por dólares. Cuando se enteran que las reservas de divisas van disminuyendo por efecto de esta presión, entra en escena el miedo a que el BCV decida en algún momento suspender la venta de divisas. A partir de ahí el temor de una devaluación se transforma en pánico, porque ya no preocupa tanto el encarecimiento del dólar, sino el no poder adquirirlo a causa de un posible control de cambio.

UNA ESPIRAL PELIGROSA

El incremento de la presión ha obligado a la autoridad monetaria a imponer medidas draconianas para defender las reservas, como ha sido la elevación de las tasas de interés por encima de 70 por ciento. Esto ha puesto más nervioso al público, que se imagina la situación todavía peor de lo que realmente es. Se ha entrado así en una espiral de pánico, cuyo final nadie puede predecir. Si en alguna parte funciona el mecanismo de la «profecía autocumplida», es en el ámbito de los mercados financieros. Cuando todos los agentes económicos piensan que una moneda se va a devaluar, entonces se produce inexorablemente tal devaluación, no importa que no haya razones objetivas para ello. Por eso es que las crisis económicas se gestan con más celeridad y virulencia que las políticas.

¿Cuáles pueden ser las consecuencias de la espiral? Para empezar, un estancamiento de la actividad económica por efecto de las desorbitadas tasas de interés. Si el alza de las tasas no logra contener la presión cambiaria, el BCV tendrá que permitir que el bolívar se devalúe a un ritmo más acelerado, con lo cual además del estancamiento tendremos una mayor inflación. Y si ni el alza de las tasas ni la devaluación logran imponer la tranquilidad, entonces tendrá que implantarse un control de cambio estricto. Esta medida representaría la «puntilla» para el programa de reforma económica iniciada en 1989. Tardaríamos dos años, en el mejor de los escenarios políticos, para retornar a una economía abierta y moderna.

A la luz de estas consideraciones, bien pudiera suceder que la crisis económica asuma en 1993 el liderazgo perturbador que en 1992 tuvo la crisis político-militar. Francamente no me atrevo a predecir el desenlace que pudiera tener una combinación simultánea de ambos factores de perturbación.

Esto es, en esencia y sin tecnicismos, lo que ha estado ocurriendo durante el mes de Marzo. Veamos ahora con un poco más de detalle la magnitud del problema fiscal y las medidas que el gobierno ha estado adoptando. Una de las cosas que más le cuesta entender a la gente es la

relación que existe entre el déficit fiscal, la inflación, las tasas de interés y la devaluación. También existe ansiedad por conocer cuál puede ser el desenlace de la actual situación, pero confieso que es poco lo que se puede decir al respecto. Los acontecimientos se pueden precipitar de tal forma que tenga muy poca validez lo que hoy, a mediados de Marzo, estamos escribiendo. A ese extremo hemos llegado.

POR QUE EL DÉFICIT FISCAL PRODUCE INFLACIÓN

Empecemos por describir la coyuntura fiscal. El año pasado el déficit del sector público consolidado alcanzó los 255 mil millones de bolívares, equivalente a un 6,1 % del PIB (Producto Interno Bruto del país). El presupuesto de 1993 contemplaba un faltante en bolívares similar al de 1992, pero en la realidad el déficit será mayor, porque, como ya es costumbre, se sobreestimaron los ingresos petroleros y se subestimaron los gastos por servicio de la deuda y por obligaciones contractuales con el personal. El mismo BCV calcula que el déficit de 1993 puede llegar a los 427 mil millones, equivalente a 7,5 % del PIB.

¿Por qué sería grave este déficit? En 1992 tuvimos una situación similar y no pasó nada, podría decir el Ministro de Hacienda. Incluso, hay países desarrollados que sistemáticamente arrojan déficits parecidos o mayores y no ocurren catástrofes. Suecia, por ejemplo, tendrá este año un déficit fiscal de 12% del PIB, Italia de 10%, Gran Bretaña de 7%, Bélgica de 6%.

Pero Venezuela se diferencia de esos países en dos aspectos cruciales. Por una parte, la alta proporción de ingresos petroleros externos hace que, al convertir esos dólares de PDVSA en bolívares de gasto público, se incremente la masa monetaria más allá de lo que el aparato productivo interno está en capacidad de absorber. Adicionalmente al origen petrolero de los ingresos ordinarios, los ingresos extraordinarios (endeudamiento público) también provienen mayoritariamente del exterior (tres cuartas partes en 1992) y se transforman en bolívares sin contrapartida productiva interna. Al haber más bolívares de demanda que bienes y servicios ofertables, se produce inexorablemente un aumento de los precios de esos bienes y servicios, es decir, inflación.

Sé que no es fácil entender este punto. Intentémoslo con un ejemplo descabellado. Imagínese el lector una isla desértica perdida en el Pacífico, a la que arriban once naufragos. Diez de ellos consiguen recuperar diez monedas de oro cada uno, cien en total, y el undécimo consigue llevar a tierra una caja con cien latas de sardinas que son de su propiedad. El dueño de las sardinas está dispuesto a venderlas, porque espera ser rescatado muy pronto. Cada lata tendrá el precio de una moneda de oro. Pero si los otros diez naufragos encuentran al llegar a la playa un cofre semienterrado con otras cien monedas de oro y reparten el hallazgo entre todos, cada uno dispondrá ahora

de veinte monedas, doscientas en total, para la misma cantidad de latas de sardinas. Inmediatamente, las mismas cien latas pasarán a valer dos monedas de oro cada una - una inflación del 100%. (El cofre son los ingresos fiscales externos y las sardinas son el conjunto de bienes y servicios de la economía interna.)

Aquí reside la explicación de por qué el gasto público tiene un mayor impacto inflacionario en Venezuela que en otras economías, donde el origen de los ingresos fiscales es fundamentalmente la tributación o el endeudamiento internos. Por mencionar los mismos países de antes, en Suecia los ingresos tributarios internos representan un 57% del PIB, en Italia un 39%, en Gran Bretaña un 36% y en Bélgica un 44%. Mientras que en Venezuela la tributación interna no aporta más de un 4% del PIB. El restante doce por ciento, hasta completar 16%, viene del petróleo y del endeudamiento externo.

POR QUE EL DÉFICIT AUMENTA LAS TASAS DE INTERES

El segundo aspecto que agrava el caso venezolano es la estrechez de su mercado interno de capitales. Los países mencionados no tienen dificultad para colocar sus Letras del Tesoro o Bonos de la Deuda Pública. Pero en

Venezuela no hay suficiente masa de dinero para financiar el déficit del Estado. Hasta ahora este problema se pudo obviar porque los préstamos venían de fuera, pero conforme las fuentes externas se han ido cerrando por miedo al futuro político, el Fisco ha tenido que recurrir al mercado interno. Cuando en Octubre pasado Hacienda intentó colocar los 90.000 millones de Letras del Tesoro que habían sido aprobadas para tapar el hueco de 1992, el fracaso fue rotundo. Dada la escasez de fondos, el mercado exigió tasas de rendimiento altísimas, que el Fisco no estaba dispuesto a pagar. Similar situación ha ocurrido con el intento de colocar los Bonos para la reestructuración del IVSS.

Esta ha sido la causa principal de la elevación de las tasas de interés desde Octubre pasado, cuando las activas las que cobran los bancos - se ubicaron veinte puntos por encima de la inflación. Normalmente esa diferencia - que también se denomina «tasa real positiva» - no debe

ría superar los diez puntos. Hoy, mediados de Marzo, la diferencia es de más de treinta puntos, aunque aquí ha influido también la política de restricción de la liquidez para frenar la compra de dólares. Pero aun si desapareciera la borrasca cambiaría y no subiera la inflación, el nivel de la tasa activa no descendería por debajo del alcanzado después de Octubre (alrededor del 55 por ciento). Eso es porque el mercado de capitales sabe que el Estado tiene que financiar su déficit y que necesariamente entrará a competir para captar los pocos fondos existentes.

La segunda correa de transmisión por medio de la cual el déficit fiscal influye sobre la tasa de interés es la inflación. Como explicábamos más arriba, si el Estado gasta más de lo que recauda, está inyectándole a la

**A estas alturas del año,
nadie cree que los nuevos
impuestos vayan a ser
aprobados. De ser así, la
única vía disponible para
enfrentar la crisis fiscal es
una reducción pura y
simple del gasto público...
No quedará más remedio
que eliminar partidas nada
superfluas y muy dolorosas
para el país. Verdaderas
amputaciones.**

economía una presión adicional de demanda sobre el mismo cúmulo de bienes y servicios disponibles. Esta presión eleva el nivel de precios. Al incrementarse la inflación, los ahorristas exigen un mayor rendimiento del dinero para compensar el deterioro del poder adquisitivo de la moneda. Por eso, en una economía liberada la tasa de interés siempre se coloca unos puntos por arriba del nivel de inflación (tasa real positiva). A mayor inflación, mayor será la tasa de interés.

AMPUTACIONES, MAS QUE RECORTES

¿Qué va a hacer el gobierno? La intención original, expresada en el Plan de Endeudamiento para 1993 («Ley Paraguas»), era endeudarse en 370 mil millones para cubrir el déficit. El BCV, sin embargo, emitió una opinión técnica recomendando reducir ese endeudamiento hasta un máximo de 200 mil millones. De forma un tanto simple, el BCV sugirió incrementar los ingresos ordinarios por la vía de los nuevos impuestos (IVA e Impuesto a los Activos), que supuestamente generarían la apreciable suma de 135 mil millones, y reducir gastos presupuestados por los restantes 35 mil millones. De esta forma, el déficit público consolidado quedaría reducido del 7,5% original a un 3,5% del PIB.

A estas alturas del año, nadie cree que los nuevos impuestos vayan a ser aprobados. De ser así, la única vía disponible para enfrentar la crisis fiscal es una reducción pura y simple del gasto público. El gobierno ha estado trabajando febrilmente en esta dirección, pero la tarea es sumamente ardua, ya que hay poca «grasa» donde recortar en el corto plazo. No quedará más remedio que eliminar partidas nada superfluas y muy dolorosas para el país. Verdaderas amputaciones.

A principios de Marzo el Ejecutivo anunció recortes por 70 mil millones de gastos de inversión en infraestructura (vialidad, comunicaciones, desarrollo urbano, ambiente, agricultura, etc.). Tendrán que ser pospuestas también las reestructuraciones de los entes públicos descentralizados, a los que les tocaba el turno este año (sector eléctrico, agua, etc.). La Comisión de Finanzas de Diputados acaba de proponer una reducción adicional de 40 mil millones, para situar el monto de la Ley Paraguas en 260 mil millones. Todavía faltarían 60 mil millones para rebajarlo al nivel recomendado por el BCV.

Al gobierno le queda una carta bajo la manga: las privatizaciones. Este año les tocaba el turno a las empresas eléctricas. Voceros oficiales han asomado una posible cifra de venta de 2 mil millones de dólares (170 mil millones de bolívares). Pero no va a ser tan fácil completar el proceso en este año. Primero porque son licitaciones técnicamente complejas y que requieren saneamientos financieros previos para los que no hay recursos. Y segundo porque los inversionistas extranjeros consideran que éste no es mejor momento para comprometerse. Si la carta del sector eléctrico falla, quedaría la última jugada maestra: vender el 40% de la CANTV que todavía es propiedad del Estado. Ese paquete accionario vale más de 2 mil

millones de dólares. La idea era no ofrecerlo a la venta hasta tanto la CANTV no se saneara totalmente (después de 1994), porque entonces las acciones tendrían mayor valor. Sería una verdadera lástima tener que malvender ahora esas acciones.

Mi apreciación personal es que con una mezcla de reducciones de gasto y de ingresos por privatizaciones el gobierno va a lograr reducir el déficit a un nivel razonable, digamos de un 5 % del PIB. Pero no es eso lo que los inversionistas piensan. No creen en las promesas oficiales de austeridad. Ha cundido un pesimismo generalizado en materia fiscal. Y al final lo que cuenta no es lo que los analistas económicos pensemos, sino la percepción subjetiva de los agentes financieros.

LA ARREMETIDA CAMBIARIA Y SUS CAUSAS

Tales percepciones suelen tomar forma muy rápidamente. Los días de carnaval parecen propicios para ello. También el año pasado se produjo una arremetida contra el bolívar después de esas fechas. Esta vez, sin embargo, la cosa va más en serio. Adicionalmente al recrudecimiento inusitado de los rumores de golpe, alarmó en esos días la información de que hasta el 19 de Febrero las reservas internacionales habían caído en 1.090 millones de dólares. Este descenso, sin embargo, no significaba

Los mercados financieros no creen que el gobierno vaya a tener éxito en la reducción del déficit. A ello se debe la presión sobre el dólar y por ello es que continúan subiendo las tasas de interés

mucho, ya que se debió en buena parte al maquillaje de las cifras de fin de año, cuando PDVSA reportó temporalmente cerca de 500 millones de dólares de sus filiales. La caída se debió también a desviaciones normales en el flujo de ingresos y egresos de divisas. La semana siguiente al 19 de Febrero las reservas aumentaron en 206 millones de dólares. De hecho, en el mes de Febrero hubo un ingreso neto de capital especulativo.

Causó también desasosiego ver cómo finalizaron las sesiones extraordinarias del Congreso, sin que se avanzara un ápice en la discusión de los nuevos impuestos. Como decíamos más arriba, los mercados financieros no creen que el gobierno vaya a tener éxito en la reducción del déficit. A ello se debe la presión sobre el dólar y por ello es que continúan subiendo las tasas de interés.

La cercanía de las elecciones es un factor adicional de intranquilidad. Nadie descarta hoy la posibilidad de un triunfo de uno de los dos candidatos (Caldera y Velásquez), que no creen en las bondades de una liberación de la economía. Los capitales se irían temporalmente de vacaciones hasta ver cuál es realmente el esquema económico del nuevo gobierno. Para frenar tal éxodo masivo, a la nueva administración no le quedaría más remedio que imponer un control de cambio. Hay, incluso, quienes opinan que el control de cambio sucederá durante la actual administración, porque el BCV no puede permitir un agotamiento de las reservas.

REACCION DEL BCV: SUBIR LAS TASAS

A pesar de todo, durante las primeras tres semanas de Marzo el BCV ha podido mantener el orden en el mercado cambiario. En ese lapso, el bolívar se ha devaluado en apenas dos y medio por ciento. En lo que va de año (hasta

Pretender enfrentar el pánico del mercado con tan altas tasas de interés implica someter a toda la economía a unas cargas absolutamente insoportables. No hay negocio que ofrezca tal rentabilidad «real»

medida de eliminar el tope de 60 % en las tasas de interés y permitir que éstas lleguen hasta veinte puntos por encima del rendimiento de los bonos cerocupón. En la práctica, esta medida significa una liberación de las tasas.

La autoridad monetaria tenía tres opciones para frenar la arremetida cambiaria: control de cambio, devaluación o aumento del costo del dinero. Se ha adoptado la última alternativa, pensando que al elevar el rendimiento de las colocaciones en bolívares se desestimulará la fuga de capitales. Durante la primera semana después de la medida, las tasas activas subieron diez puntos en promedio. Algunos bancos están pagando hasta un 65 por ciento a sus clientes preferenciales. Con una inflación del 40 por ciento, esas tasas representan un rendimiento real de más de 30 por ciento. Esa es la «prima de riesgo» que los inversionistas están exigiendo para invertir en bolívares.

No me parece acertada la decisión del BCV. Pretender con esa sólo medida monetaria enfrentar el pánico del mercado, implica someter a toda la economía a unas tasas absolutamente insoportables. No hay negocio que ofrezca tal rentabilidad «real». Cualquier actividad que necesite del crédito es hoy inviable, porque no generará suficiente excedente para pagar los intereses. Estamos a las puertas de una cadena de «suspensiones de pagos». Ya son varias las empresas de renombre, que en lo que va de año han tenido que ser intervenidas por sus bancos acreedores. Las empresas con suficiente pulmón propio como para rebajar sus pasivos financieros, lo harán a costa de

reducir sus inventarios, sus ventas a crédito o vendiendo activos. En cualquiera de los casos, el alza de las tasas tendrá un tremendo impacto recesivo sobre la actividad económica.

Lo conveniente hubiera sido una combinación de medidas monetarias y cambiarias. No puede pretender el BCV en un contexto de tanta tensión mantener la misma política de antes. Esa política consistía en devaluar controladamente al ritmo

de la inflación, con el objetivo de preservar una tasa de cambio «competitiva» para el flujo de importaciones y exportaciones. Pero hoy la tasa de cambio debe adecuarse no sólo a la balanza comercial, sino también a la dinámica del flujo de capitales. Para ello no basta con premiar a los bolívares que se quedan. Hay que castigar a los bolívares que se van con una tasa de cambio más alta. Una adecuada combinación de alza de tasas de interés y de devaluación sería mucho más efectiva y creíble.

La devaluación tiene la ventaja de que, en vez de paralizar la actividad económica, estimula las exportaciones y abre oportunidades a la sustitución de importaciones con producción nacional. No hay que tenerle tanto miedo a la devaluación. Es cierto que incrementa la inflación por la vía del costo de los componentes importados, pero si ponemos los pros y contras en una balanza, me parece más sana económicamente una dosis adicional de devaluación que un alza desorbitada de las tasas de interés.

LEYENDO LA BOLA DE CRISTAL

Con la condición de que el lector no se tome muy en serio las predicciones y suponiendo que no hay ruptura del hilo constitucional, aventuraremos alguna apreciación sobre el ambiente económico esperable en 1993.

- * **Actividad económica / Crecimiento:** se intensificará la desaceleración de la actividad económica iniciada en el cuarto trimestre del año pasado. Contracción especialmente fuerte en el sector construcción, caída del negocio inmobiliario. Buen desenvolvimiento del sector comercial. La tasa de crecimiento global no será superior al 3%. Pudiera, incluso, ser nula o levemente negativa, si persiste la actual política monetaria.
- * **Empleo y salarios:** abundarán las reestructuraciones o cierres de empresas. Aumento de la tasa de desempleo abierto a cerca de 10 por ciento. Aumentos salariales en el sector formal del orden del 30 % promedio, lo cual implicará un leve deterioro del salario real por efecto de una mayor inflación en el año.
- * **Inflación, tasa de cambio, tasa de interés:** el BCV logrará apaciguar el nerviosismo actual del mercado cambiario. Un control de cambio estaría sólo planteado hacia fines de año, si el público percibe opción de triunfo para un candidato anti-liberal. Inflación entre 40 y 45 por ciento, tasa de cambio a fin de año entre 115 y 125 Bs./\$, tasa de interés promedio de 52% para colocaciones y 62% para préstamos.
- * **Déficit fiscal (sector público consolidado):** alrededor de un 5% del PIB. Reducción real del gasto público en 20% (respecto a 1992).

Advierto que este panorama es tan cierto o incierto, como el vaticinio de que el Presidente llegue o no al fin de su mandato. Las predicciones han empeorado respecto a las realizadas a principios de año por los siguientes dos factores: no aprobación de los nuevos impuestos y agravamiento del clima político. Pienso, sin embargo, que este empeoramiento tiene dos lados positivos: estaremos adelantando en 1993 buena parte del ajuste que inexorablemente tendríamos que acometer en 1994. Por suerte tenemos un gabinete económico, que no desea repetir la irresponsable gestión de 1988. Y el segundo aspecto positivo es la lección de que evadir o postergar las reformas estructurales tiene un costo para la sociedad.

No basta con premiar a los bolívares que se quedan. Hay que castigar a los bolívares que se van con una tasa de cambio más alta. Una adecuada combinación de alza de tasas de interés y de devaluación sería mucho más efectiva y creíble