

La Evolución Macroeconómica en Venezuela y Colombia en los 90's: algunos retos para la armonización

Leonardo V. Vera

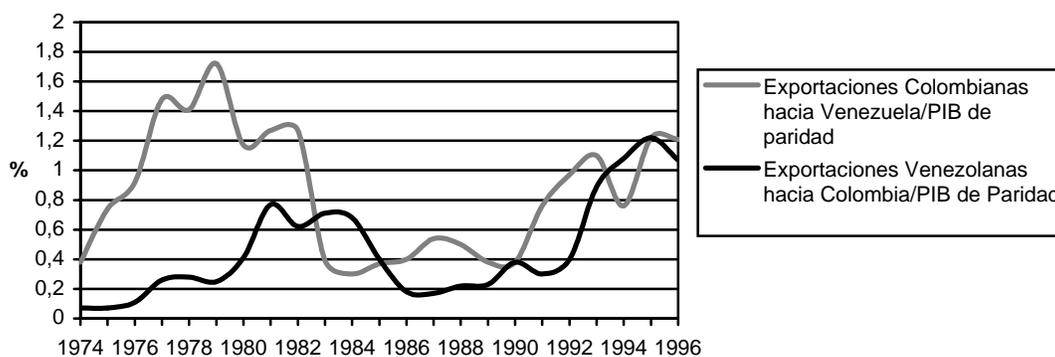
Resumen: Como consecuencia de los avances en la integración sub-regional andina y de la apertura externa, la interdependencia comercial entre Venezuela y Colombia han venido creciendo a lo largo de la década de los años noventa. La necesidad de propiciar aún más el comercio y la inversión requerirá en el futuro inmediato de mayores avances en la coordinación de políticas y reglas macroeconómicas. Con el propósito de evaluar el alcance de las asimetrías, en este trabajo se hace una revisión de cómo ha evolucionado el contexto macroeconómico en ambas economías en la década de los noventa. Así mismo, se identifican cuáles han sido y son las prioridades de política, y que mecanismos de ajuste emplea cada economía para la corrección de los más importantes desequilibrios macroeconómicos. Aunque en general parece claro que el ritmo de inflación y crecimiento en ambos países evoluciona hacia una mayor convergencia, la naturaleza de la exposición externa, la elección de regímenes cambiarios, los objetivos de política económica y los instrumentos de política fiscal y monetaria presentan significativas diferencias. En consecuencia, la consecución de un conjunto mínimo de mecanismos de coordinación de políticas requerirá de esfuerzos previos muy significativos a fin de reducir algunas marcadas asimetrías.

Universidad Central de Venezuela
FACES, Escuela de Economía
Caracas, 1050
Venezuela
Tel. (58)- (2)-7535281

I.- INTRODUCCIÓN

En medio de grandes vicisitudes, cambios en las voluntades políticas y algunos problemas vividos en el seno de la comunidad andina, Venezuela y Colombia han sobrevenido un proceso de integración en el marco institucional del Acuerdo de Cartagena. Colombia, quien fuera uno de los suscriptores nacionales del Acuerdo en 1969, hubo de esperar por Venezuela después de largas negociaciones que culminaron en Febrero de 1973 con la suscripción del “consenso de Lima”. Desde entonces, el comercio bilateral parece haber pasado por tres grandes fases. A una etapa de crecimiento en el comercio entre Venezuela y Colombia que acontece desde mediados de los años 1970s, siguió una etapa de abrupta caída en los ochenta que se manifiesta en las exportaciones colombianas hacia Venezuela (como porcentaje del PIB) a partir de 1982, y en las exportaciones colombianas hacia Venezuela a partir de 1985 (ver figura 1). Durante los años ochenta la contracción de los flujos comerciales obligó a una revisión de los compromisos en búsqueda de mayor flexibilidad y metas más realistas. Una tercera fase se percibe en la década de los años 1990s, notable no sólo por el crecimiento del comercio sino además el intenso proceso de diversificación del mismo. Existe algún consenso en aceptar que el proceso mismo de integración e interdependencia ha logrado forjarse en el marco de las reformas y la apertura económica iniciada en ambos países a comienzos de los años 90, y que se consolidó con el impulso político que llevó al desgravamen casi total del comercio mutuo (a partir de Enero de 1992) y con la instrumentación del arancel externo común.

Figura No. 1
Exportaciones no tradicionales bilaterales como porcentaje del PIB de
paridad, 1974-1996



Fuente: Fernández (1997)

En poco menos de ocho años el flujo de comercio bi-nacional entre Venezuela y Colombia que para el año 1990 representaba cerca de 525 millones de US\$ se ha multiplicado por cinco para alcanzar cerca de 2.500 millones en 1998. Si bien Colombia ha pasado a ser el primer mercado para las exportaciones no tradicionales venezolanas y Venezuela el segundo mercado para las exportaciones colombianas, la evolución de las relaciones económicas entre los dos países a lo largo de la década dan muestras de que existen elementos que pueden afectar lo que hasta hace poco se creía era un proceso de integración sin obstáculos para su crecimiento. Ciertamente, cuando el flujo de comercio se ha estancado o revertido, el impacto ha revelado ser sólo transitorio, pero esa disposición de las empresas a absorber choques transitorios, no significa que el comercio bilateral pueda sostenerse y progresar con virtual independencia de lo ocurrido en el ambiente macroeconómico interno de cada país. En el fondo la acumulación de muy grandes asimetrías en el manejo de las políticas, en el establecimiento de objetivos y en la institucionalidad misma que da pie al desempeño macroeconómico, pudiera interrumpir el proceso de forma más permanente. En consecuencia, los nuevos retos no apuntan ya a grandes avances en la institucionalidad andina o de las preferencias comerciales, las cuales ya poseen pocas potencialidades para seguir promoviendo la profundización del intercambio. Se trata ahora de provocar mayores avances en materia de coordinación de reglas y políticas que afectan el desempeño macroeconómico, para ulteriormente propiciar más comercio e inversión.

En procesos binacionales de creciente integración, como el de Venezuela y Colombia, los efectos de interdependencia adquieren una gran importancia. Esto justifica en principio los argumentos en favor de una coordinación de políticas macroeconómicas. La heterogeneidad de las economías se pone en evidencia sino existe un mínimo flujo de consulta y coordinación. Mas importante aún, cuando los grados de interdependencia son elevados, los efectos de variaciones en el tipo de cambio real bilateral pueden ser de un orden de magnitud significativo lo que hace que la integración imponga mayor nivel de coordinación macroeconómica.¹ Las nuevas herramientas analíticas para estudiar la conveniencia de la cooperación han venido indicando que la coordinación de políticas puede ser provechosa porque la toma de decisiones independientes, en donde cada país actúa por su cuenta, puede conducir a resultados

macroeconómicos indeseables para ambas economías. La coordinación, sin embargo, para ser efectiva, requiere de algunos presupuestos. Las economías deben como mínimo estar dotadas de una estructura institucional para el desarrollo de las políticas más o menos simétrica, no deben diferir demasiado en su estructura productiva y en la exposición a los choques, y los objetivos de política deben, así mismo, mostrar coincidencia. Estos detalles aun ignorados o dados por descontado en el plano de los modelos teóricos, constituyen una fuente de dificultades prácticas para el avance de un proceso de coordinación de políticas.

Aunque la coordinación de las políticas macroeconómicas no ha estado en la agenda de las relaciones bilaterales intergubernamentales, el tema no es nuevo en el seno de la comunidad andina. Los antecedentes más importantes se remontan a la reunión presidencial de Cartagena en mayo de 1989, donde los Presidentes acordaron instruir a sus Ministros de Finanzas y Presidentes de Bancos Centrales, y se puso en primer plano al incluirse como un asunto prioritario entre los acuerdos adoptados por los Presidentes de los Países Andinos en el IX Consejo Presidencial Andino celebrado en la ciudad de Sucre, Bolivia, en abril de 1997.

El esfuerzo de advertir las condiciones que constriñen el proceso de coordinación de políticas puede ser complejo. Si bien hemos dicho que el tipo de cambio real bilateral (o la relación de intercambio) es un regulador fundamental de los flujos comerciales, esta variable encubre y es la expresión misma de un conjunto de determinantes macroeconómicos. No cabe duda que el perfil inflacionario comparado de las economías es el más visible de ellos. Pero el perfil inflacionario comparado, puede ser una consecuencia clara del rumbo de la gestión fiscal y monetaria, y/o de arreglos y medidas en relación al tipo de cambio nominal y de la presión que existan en el mercado de divisas. Es de gran interés, por tanto, entender claramente la forma como se desarrolla la gestión fiscal en ambos países, el perfil de ingresos y gastos, las alternativas de ajuste y de financiamiento de los déficits. De la misma manera, la evolución de los agregados monetarios, los objetivos de política monetaria, los instrumentos de intervención y el tenor de la política ejercida por las autoridades monetarias son aspectos de gran importancia para entender el vínculo entre agregados macroeconómicos y la relación de

¹ Si la relación de intercambio se desvía en perjuicio de un país, el flujo comercial es afectado no sólo por la pérdida de competitividad que esto ocasiona, sino además por el estímulo que esto provoca en acciones de cabildeo en procura de protección contra las importaciones competitivas.

intercambio. Así mismo, y muy ligado a los aspectos de política monetaria y fiscal, es preciso comparar los eventos que impactan el mercado de divisas y las funciones de reacción de las autoridades ante eventualidades en ese mercado. También como consecuencia de choques externos y de los arreglos cambiarios existentes, la acumulación de activos externos o su extremo, el estrangulamiento o la restricción externa, impone ajustes en la política monetaria y en la gestión fiscal de los gobiernos que eventualmente retroalimentan la relación de intercambio entre las economías. Por otro lado, el tipo de cambio nominal puede ser utilizado además como un instrumento de política, en cuyo caso la relación comercial entre los dos países queda sujeta a objetivos de política económica interna como puede ser la estabilización.

Los flujos comerciales están además estrechamente relacionados al ritmo de actividad económica. Por un lado, las importaciones en cada país son sensibles al ritmo de actividad económica doméstico (esto muy especialmente en lo que toca a los bienes intermedios y de capital). Por otro lado existe la presunción de una relación inversa entre el tamaño de los mercados y la evolución de las exportaciones. Por lo demás, no cabe duda que la demanda agregada, en su aspecto discrecional, es una variable sujeta una vez más a objetivos macroeconómicos globales de cada país y cuyas fluctuaciones pueden ser el reflejo de la fase del ciclo, de alcance del desempleo y de la orientación político-ideológica del gobierno de turno. El comportamiento de los componentes de la demanda agregada puede así mismo tener algunos efectos en la demanda de bienes y servicios entre los dos países. Mayor dinamismo en la inversión (con respecto al consumo) puede favorecer ampliamente al socio comercial si las exportaciones de este son muy intensivas en bienes intermedios y de capital.

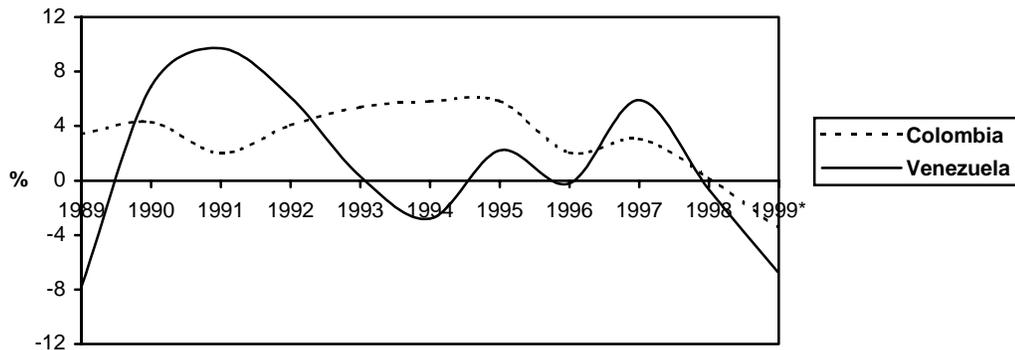
En resumen, buena parte del éxito de la coordinación está determinado por cuán armónica es la estructura económica e institucional y los objetivos de política en ambas economías. En ese sentido, el propósito de este trabajo no es otro que el de hacer una revisión comparada de la evolución del contexto y las decisiones de política macroeconómicas en ambos países en el curso de los años noventa, a fin de detectar la presencia de elementos comunes, asimetrías, y distorsiones que puedan eventualmente la consolidación del proceso de integración colombo-venezolano. En la sección II se analizan algunas hipótesis sobre la relación entre crecimiento del producto y el flujo comercial en ambas economías. En la Sección III se evalúan la evolución del tipo de cambio real bilateral y algunos eventos que inducen en ocasiones a

repuestas disímiles en el manejo de la política cambiaria. La sección IV compara el historial inflacionario reciente en ambas economías y algunos factores determinantes. La sección V pone en evidencia la naturaleza y respuesta relativamente distinta que tiene ambas economías a la exposición a los choques externos. El contraste entre instrumentos y objetivos de la política monetaria es tema de la sección VI. La estructura y la gestión de la finanzas públicas se aborda en la sección VII. Finalmente, una muy breve cuenta y contraste del arreglo institucional y del desempeño del sector financiero en cada país es el tema de la sección VIII. Algunas de las cosas que señalaremos parecen indicar que el camino hacia la coordinación de políticas macroeconómicas entre Venezuela y Colombia no está libre de tropiezos y que requiere de esfuerzos previos muy significativos a fin de reducir algunas marcadas asimetrías. Es importante apuntar que por razones de espacio hemos dejados a un lado temas muy importantes como es la evolución comparada de la productividad y de la estructura del mercado laboral, así como algún análisis sobre la evolución de los flujos de inversión directa y financiera.

II.- EL PRODUCTO REAL Y EL FLUJO COMERCIAL.

No cabe duda que la enorme volatilidad y el crecimiento si se quiere espasmódico que ha exhibido el producto interno bruto en Venezuela contrasta sensiblemente con la solidez con que la economía colombiana ha crecido a lo largo de la década (ver figura 2). La economía colombiana sólo ha visto mermar su ritmo de crecimiento en los últimos tres años, pero aún así, la caída en el producto no ha sido estrepitosa o inesperada. Estas marcadas diferencias en la forma como evolucionan ambas economías tienen importantes implicaciones en la realización de planes de negocios y estrategias comerciales, pues es mucho más difícil para las empresas colombianas actuar en un marco de inestabilidad y de incertidumbre que para las empresas venezolanas en escenarios muchos mas previsibles y menos sensibles a las fluctuaciones como el de Colombia. A pesar de esto es curioso notar que a partir del año 1994 el crecimiento en ambas economías inflexiona en forma conjunta, pero también el dinamismo es menor y esto explica en parte el estancamiento observado en los últimos tres años en los flujos comerciales en dólares. En la actualidad ambas economías atraviesan por las más severas recesiones registradas décadas y en el mejor de los escenarios las estimaciones oficiales esperan que el producto caiga en el año 1999 en 3,5% en Colombia y 6,7% en Venezuela.

Figura 2: Tasas de Crecimiento del PIB en Colombia y Venezuela, 1989-1999



Fuente: Banco Central de Venezuela y Banco de la República

* Para 1999 las cifras son estimadas por el Departamento Nacional de Planeación (Colombia) y el Ministerio de Finanzas (Venezuela)

Algunas hipótesis han sido señaladas para explicar los efectos que tiene el ritmo de actividad económica sobre las exportaciones de un país a otro. Cubillos (1996), por ejemplo, argumenta que hasta mediados de 1994, cuando en Venezuela se desata la crisis financiera, las exportaciones venezolanas hacia Colombia venían creciendo gracias al favorable desempeño económico de Colombia (la economía colombiana creció entre 1990 y 1994 en 4,31% en promedio), que compensaba en mucho a los productores venezolanos por la recesión económica en dicho país (1993 y 1994 fueron años recesivos para la economía venezolana).² Clemente (1994), adicionalmente argumenta, que entre 1989 y 1993 se corrobora la correlación negativa entre la tasa de crecimiento del PIB y el nivel de exportaciones no tradicionales en Venezuela. Para disponer de una explicación de este fenómeno se ha dicho que para un grupo numeroso de empresas en Venezuela las exportaciones parecen constituir una variable de ajuste cuando se contrae el mercado interno. Sin embargo, la tendencia al crecimiento que ha registrado las exportaciones de Venezuela hacia Colombia parece más bien indicar que transcurridos varios años del proceso de apertura y de establecimiento de una zona de libre comercio, las empresas han comenzado una política deliberada de penetración, establecimiento e incremento en la participación de las exportaciones en el mercado colombiano.

El comercio de Colombia hacia Venezuela, por otro lado, parece ser sensible a las fluctuaciones en el ritmo de actividad económica en este último. Por ejemplo, el valor de las

exportaciones de Colombia a Venezuela aumentó en su nivel máximo en 1991 (110%) en un año de significativo crecimiento en Venezuela (10,4%), y caen sensiblemente en 1994 (en un 22%) en un año de severa crisis y recesión (-2,8%) para luego subir nuevamente con la recuperación en Venezuela en el año 1995 (ver cuadro 1). En apoyo a esta observación un estudio reciente sobre la demanda de importaciones venezolanas (Cartaya, Paracare y Zerpa, 1998) termina confirmando la importancia que tiene el PIB (muy por encima del tipo de cambio real) como variable explicativa de las importaciones por sectores (público y privado) y por destino (consumo, bienes intermedio, capital) en Venezuela.

Cuadro 1
Comercio Bilateral, 1991-1998 (Millones de US\$)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Exportaciones de Colombia	204	427.3	508.5	695.6	537.2	935.6	983	989	1.145.6
Crecimiento exportaciones %		110	19	36,8	-22,8	74,2	5,07	0,61	15,7
Exportaciones de Venezuela	321	305.7	424.6	968.1	1.127.5	1.380.9	1.243	1.625.3	1.399.4
Crecimiento exportaciones %		-4,9	38,9	128	16,5	22,5	-9,93	30,7	-13,9
Total Comercio		733	1.005.1	1.663.7	1664.7	2.316.5	2.226	2.614.3	2.545

Fuente: DANE y Departamento de Planeación de Colombia

Es difícil concebir que ambas economías puedan experimentar un círculo virtuoso de crecimiento de crecimiento económico y comercial sostenido mas allá de lo que permite el grado de interdependencia existente. Colombia que había mantenido una tasa de crecimiento relativamente estable hasta el año 1995 ha entrado en un proceso de estancamiento que requerirá de un impulso importante en al confianza y en la reputación de las políticas del gubernamentales, mientras que el producto en Venezuela sigue siendo arrastrado por el peso que tiene el petróleo en la estructura productiva.

III.- EL MANEJO DE LA POLÍTICA CAMBIARIA.

Para explicar la reacción del comercio bilateral los analistas usualmente ponen gran atención al manejo de la política cambiaria y la evolución del tipo de cambio real en cada país.

² Indudablemente el mantenimiento de una tasa de cambio real relativamente estable y favorable a Venezuela

Ninguna variable expresa mejor el carácter endémicamente conflictivo del comercio y la rivalidad comercial, y es por eso que la forma de explotar mutuamente los beneficios del comercio entre dos economías es a través de arreglos cambiarios estables. Colombia siguió desde mediados de la década de los años ochenta una política deliberada de estímulo a las exportaciones y de preparación (desde 1988) para la apertura económica, aplicando para ese fin un sistema de devaluación gota a gota (crawling-peg). Para el año 1990 el índice de tipo de cambio real alcanzó un máximo y desde entonces inició un pronunciado declive (ver figura 3). La política cambiaria se orientó desde entonces a darle mayor grado de libertad a la política monetaria, y el dilema de las autoridades económicas entre competitividad cambiaria y estabilidad macroeconómica se resolvió en favor de la estabilidad. La Ley 9ª de 1991 flexibilizó, en buena parte, el flujo de transacciones y operaciones con el exterior e inició el desmonte del control cambiario. El crecimiento anormal de divisas que se produjo en 1991, obligó a las autoridades a establecer un mecanismo de certificados de cambio que tendía a aplazar la monetización de su creciente flujo, fijando plazos de redención mayores. El certificado de cambio consistía, en ese entonces, en un instrumento financiero denominado en dólares redimible a la vista en el Banco de la República. Por decisión posterior el instrumento se hizo redimible en tres meses (y luego a un año) a la llamada “tasa de redención del certificado de cambio”. El precio de este papel en el mercado secundario formó lo que se denominó la “tasa representativa de mercado”.³ Así, el sistema de certificados de cambio se utilizó como regulador del comportamiento de la tasa de cambio nominal.⁴

Para 1991, la mayor flexibilidad cambiaria encontró un inesperado superávit en la cuenta corriente y además un importante influjo de capitales producto de numerosos elementos, entre ellos, las condiciones de los mercados financieros internacionales, el programa de liberalización comercial, favorables expectativas alrededor de la reforma estructural, y amnistías cambiarias y fiscales. Los flujos de capital en Colombia ascendieron al 4% del PIB entre 1990 y 1992 y la

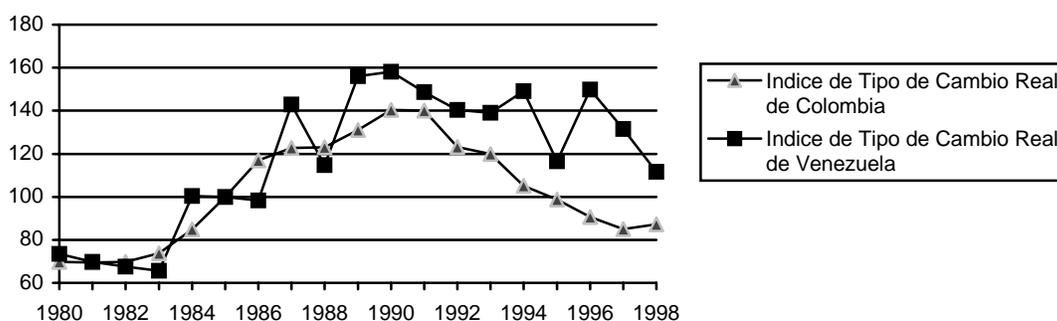
es un elemento de gran peso para explicar la corriente comercial.

³ Siendo negociable, el certificado de cambio tenía un precio que dependía de las tasas de interés vigentes y de la devaluación esperada por el público. Altas tasas de interés se correspondían con un menor precio del certificado y de otra parte, si la devaluación esperada era elevada, el precio subía debido a la expectativa de obtener un mejor precio de redención en la fecha de maduración. El precio del certificado de cambio era, de hecho, la tasa de cambio del mercado, es decir la tasa a la cual el público podía cambiar dólares por pesos.

⁴ Esta tasa representativa de mercado, fluctuó al interior de una banda que estableció la autoridad monetaria frente a la tasa oficial de cambio y que seguía publicando el Banco de la República. Esto no era otra cosa que la tasa a la cual el emisor estaba dispuesto a redimir los certificados de cambio en su fecha de maduración.

inversión extranjera directa al 1,3% del PIB (Mesa y García, 1996). El esfuerzo de las autoridades por reducir la inflación y el proceso de esterilización monetaria, trajo como consecuencia inevitable la elevación de las tasas de interés domésticas, lo que incentivó aún mas la entrada de capitales. Todos estos elementos coadyuvaron para que Colombia presentará entre 1990 y 1997 uno de los procesos más fuertes de apreciación real del peso de los últimos 20 años, lo que aunado los drásticos ajustes cambiarios ocurridos en Venezuela explicaría parcialmente el mayor dinamismo que durante los primeros años de la década mostró el comercio desde Venezuela.

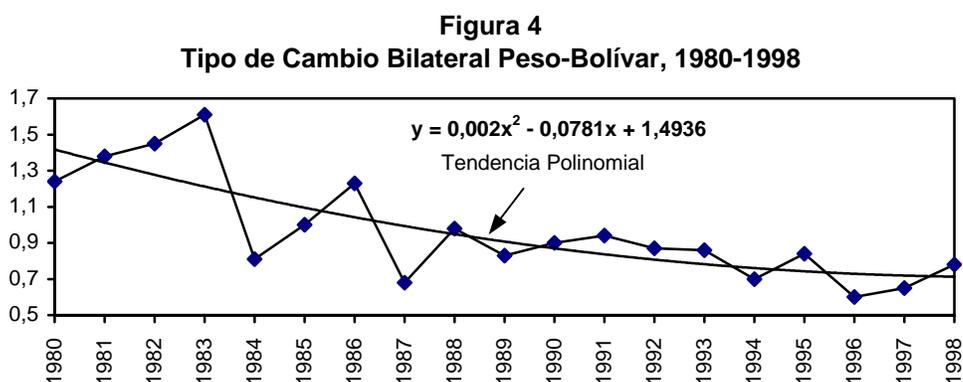
Figura 3: Índice de Tipo de Cambio Real en Colombia y Venezuela, 1980-1998 (base 1985 = 100)



Fuente: Fernandez Riva (1997) en base a cifras del Banco de la República y del FMI y actualización propia

Venezuela por su parte, inició la década de los años noventa con un viraje estratégico de grandes dimensiones en su política económica. En forma muy rápida la economía se vió sometida a un conjunto de reformas estructurales (iniciadas a principios de 1989) que tuvieron como orientación la liberalización de los precios internos (tarifas, tipo de cambio, tasas de interés), la liberalización comercial y financiera, y las privatizaciones. En materia cambiaria la administración entrante (en el año 1989) impulsó una maxidevaluación adoptando un tipo de cambio único y flexible que luego se transformaría en un régimen de crawling-peg siguiendo como objetivo el mantenimiento de un tipo de cambio de paridad. Desde entonces y hasta mediados de 1994, la política cambiaria privilegió la competitividad del aparato productivo en un contexto de alta inflación, lo que en principio contrasta con los objetivos cambiarios de quien para entonces se convertiría en su segundo socio comercial.

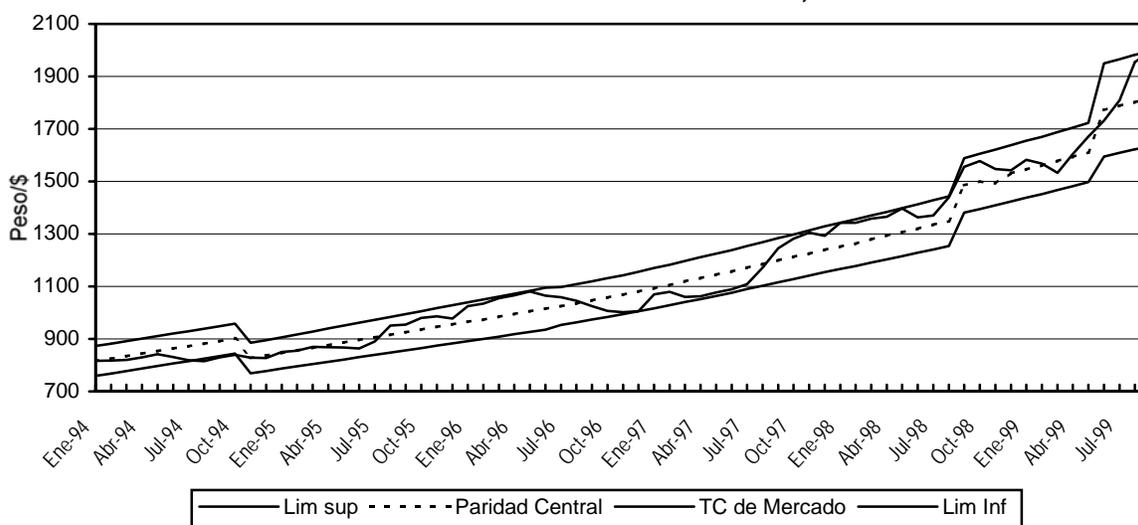
De esta forma, Colombia poniendo gran acento en la estabilidad y Venezuela privilegiando la competitividad iniciaron ambos la década apuntando a una mayor flexibilidad en el tipo de cambio pero asignando objetivos económicos distintos a su política cambiaria. La tendencia a la revaluación progresiva del peso en Colombia y la ganancia de competitividad relativa del tipo de cambio en Venezuela (aun considerando las enormes fluctuaciones) dan cuenta clara de la evolución marcadamente favorable que ha tomado el tipo de cambio bilateral para este último país (ver figura 4).



Cambios importantes en los regímenes cambiarios ocurren en Colombia y Venezuela en 1994. Como consecuencia de la abundante liquidez y de la presión hacia la baja en las tasas de interés, a finales del año 1993, Colombia experimentó mayores niveles de gasto público y privado y dificultades para reducir la inflación (22,6% en 1993). En enero de 1994, la Junta Directiva del Banco de la República implementa formalmente un sistema de banda cambiaria con el fin, de acuerdo a muchos, de permitir la revaluación del peso y contrarrestar los efectos inflacionarios del gasto público y de la política monetaria. Por lo demás, es bien sabido que el sistema de bandas, de un lado, garantiza una mayor flexibilidad para la política monetaria, y de otro lado, otorga mayor estabilidad al tipo de cambio nominal en comparación con un régimen de libre flotación. La banda establecida tuvo una amplitud entre el límite superior e inferior de 15%. El límite inferior se fijó en 759 pesos por dólar y el precio techo en 873 pesos por dólar. En 1994 la tasa de cambio fluctuó alrededor de la paridad central entre enero y junio y luego cayó al piso de la banda en los últimos meses del año, por lo que hubo que revaluar nominal e

instantáneamente la banda a finales del año (ver figura 5).⁵ Los elevados inﬂujos de capital externo al sector privado y el menor costo de los recursos externos tuvieron mucho que ver en el virtual estancamiento del tipo de cambio nominal hasta mediados del año 1995, cuando el tipo de cambio de mercado comenzó a pegarse del techo. Las entradas de capital fueron muy apreciables a lo largo de 1996 y durante gran parte del año 1997 y el tipo de cambio una vez más se aproximó por varios meses al límite inferior. Esta situación cambiaría substancialmente con el advenimiento de la crisis en los mercados asiáticos. El desplazamiento de la banda que se observa en la ﬁgura en la primera semana de septiembre de 1998, pareciera ser el resultado de la acción combinada del acelerado gasto agregado de la economía, de la reversión en los mercados de capitales y de la caída mas acentuada de lo anticipado en los precios del café y el petróleo (que en conjunto representan mas del 35% del valor de las importaciones), y de la desaceleración de las economías de países receptores de exportaciones no tradicionales como Venezuela y Ecuador. No deja de ser sorprendente que la conﬂuencia de tantos elementos adversos para la estabilidad cambiaria produjera sólo un realineamiento de un 9% en la banda.

Figura 5
El Sistema de Bandas Cambiarias en Colombia, 1994-1999



Fuente: Banco de la República

Venezuela ante una inminente crisis de balanza de pagos, motivada en gran parte a la inestabilidad política, la creciente desconfianza en los fundamentos de la economía y la crisis

⁵ Si bien las autoridades económicas establecieron una meta de devaluación de 11% anual, los resultados mostraron que sólo fue del 2,5% anual

financiera, experimentó un colapso en su régimen de crawling-peg y puso en práctica una serie de intentos erráticos por consolidar un régimen cambiario óptimo durante gran parte del año 1994.⁶ En el curso de unos meses, Venezuela experimentó cuatro regímenes cambiarios distintos (crawlin-peg, libre flotación, subasta holandesa y tipo de cambio fijo con control de cambio). A decir verdad, el severo desorden monetario y un exceso inminente de medios de pago (como reacción a la crisis financiera) condicionó la política cambiaria pues el desequilibrio en el mercado de divisas llevó a las autoridades a aplicar un estricto racionamiento. La devaluación del bolívar y el establecimiento del control de cambios en junio de 1994 tuvieron un fuerte impacto (pero transitorio) en las exportaciones colombianas hacia Venezuela (una contracción del 24,4% en dólares corrientes), aunque su impacto en las exportaciones globales apenas se hizo notar.⁷ Sin embargo, en un escenario de mayor interdependencia como puede fácilmente avizorarse en el futuro, la disímil situación macroeconómica y las estrategias de política económica seguidas por las autoridades de cada país, pudiera llegar a plantear acciones y repercusiones más severas para ambas economías. En 1994, Colombia privilegiando sus objetivos anti-inflacionarios en medio de una bonanza de capitales inducía a la revaluación del peso, Venezuela, ante la incertidumbre del público y una enorme salida de capitales buscaba solventar el desequilibrio externo. En un escenario de elevado comercio bilateral, la devaluación en Venezuela y la revaluación en Colombia pudiera afectar la solvencia externa colombiana y en consecuencia desatar nuevos sentimientos proteccionista o “devaluaciones competitivas”.⁸

Los hechos ocurridos en 1994, las expectativas de una difícil posición fiscal en 1995 sin señales de solución, derivó en un creciente deterioro del clima de confianza en Venezuela. La creciente demanda de divisas condujo a una nueva devaluación del bolívar en diciembre de 1995 en un

⁶ La poca claridad en el manejo de la política cambiaria dejó entrever la falta de experticia en el manejo de la crisis que tuvieron las autoridades venezolanas. Después de una caída en mas de 2.000 millones de US\$ en el nivel de reservas internacionales en el curso de tres meses, las autoridades abandonaron el sistema de deslizamientos periódicos y el tipo de cambio fue devaluado y dejado a libre flotación a fines de Abril de 1994. En el mes de Mayo un sistema de subasta remplazó la flotación del tipo de cambio, pero una nueva y abrupta baja en reservas impulsó al gobierno a implementar un régimen de control de cambio unas semanas mas tarde que no sería levantado sino a finales del año 1995 cuando las autoridades deciden utilizar una nueva maxidevaluación.

⁷ Pese al control de cambios, la decisión de canalizar el comercio, a través del convenio de pagos y créditos recíprocos de la ALADI permitieron que el intercambio con Venezuela retomase una dinámica ascendente en 1995.

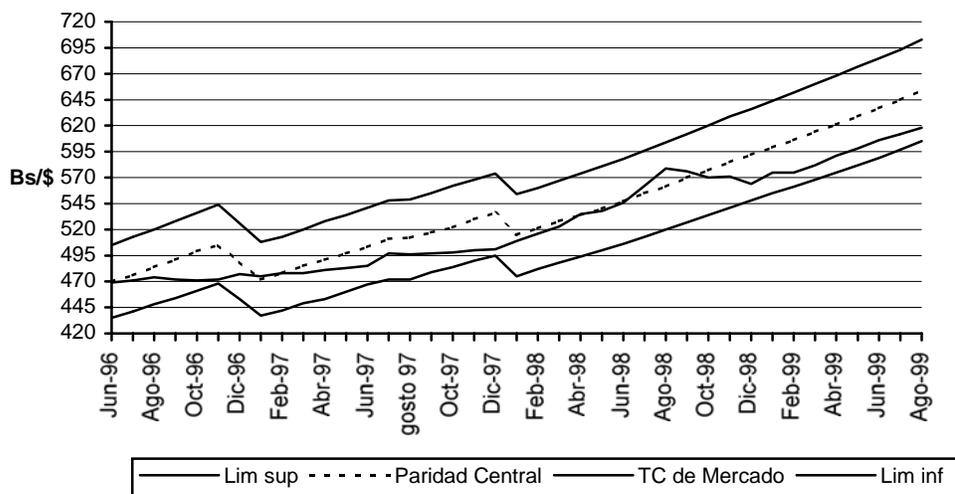
⁸ Las devaluaciones competitivas están penalizadas por el Artículo 110 del propio Acuerdo de Cartagena.

70%. A mediados de 1996 Venezuela pone en práctica un estricto programa de ajuste bajo el tutelaje del FMI (la Agenda Venezuela), en ese entonces se implementa un sistema de bandas para la tasa de cambio en respuesta a severos síntomas de desequilibrio interno y externo. La banda, cuya paridad central se estableció en 470 Bs/\$US con un margen de mas/menos 7,5% alrededor de la paridad, buscaba establecer una tasa de depreciación de 1,5% mensual de acuerdo con el objetivo inflacionario. Sin embargo, Venezuela hubo de experimentar acontecimientos externos favorables, al igual que Colombia cuando implementó su sistema de bandas dos años antes. El mercado petrolero registró precios más altos y los volúmenes de crudo colocados aumentaron igualmente en un 8%. Como consecuencia, la cuenta corriente registró un enorme superávit (7.355 millones de \$US) y la cuenta capital mejoró substancialmente durante la segunda mitad del año 1996, por efecto de inversión extranjera directa en el área petrolera, la privatización del remanente de participaciones pública de la compañía telefónica, CANTV, y cierto influjo de capitales de corto plazo resultado del optimismo inicial en el programa. La gran afluencia de divisas hizo que el tipo de cambio de mercado comenzara a acercarse levemente al límite inferior de la banda. Sin embargo, el Banco Central de Venezuela ejerció fuertes intervenciones intramarginales con el objeto de minimizar la desviación entre la paridad central y el tipo de cambio de mercado.⁹ Durante el año 1997, la paridad central de la banda cambiaria en Venezuela tuvo que ser realineada hacia abajo (en el mes de enero y luego en julio) pues el país experimentaba una fuerte acumulación de reservas (ver figura 6). De igual manera, el ritmo de depreciación del tipo de cambio fue reducido (primero a 1,32% mensual en enero y luego a 1,16% mensual en julio). Aunque la magnitud de las devaluaciones de diciembre de 1995 y Abril de 1996 fue considerable, para finales de 1997 la ganancia cambiaria se había erosionado por la inflación. Con un tipo de cambio virtualmente anclado, los peligros de sobrevaluación comenzaron a levantar preocupación en los productores nacionales. En Enero del año 1998 la banda fue realineada hacia abajo manteniendo la misma amplitud entre los límites inferior y superior (7,5%) y un ritmo de depreciación mensual levemente mayor (1,38%). A lo largo del año 1998 y durante los primeros nueve meses del año 1999, el esquema salió bien librado a pesar de las secuelas dejada por la crisis de los mercados asiáticos, la caída del precio del petróleo la incertidumbre política

⁹ En ese sentido, el sistema de banda cambiaria en Venezuela pareciera simular más bien un régimen de crawling-peg que un esquema ortodoxo de bandas. El tipo de cambio de mercado ha estado la mayor parte del tiempo por debajo de la paridad central con fuertes intervenciones intramarginales por parte de la autoridad monetaria

creada por el nuevo gobierno del presidente Chávez y las crisis cambiarias de países vecinos (como Brasil, Ecuador y Colombia).

Figura 6
EL Sistema de Bandas Cambiarias en Venezuela,
Abr 96-Dic 98



A diferencia de Venezuela las autoridades monetarias colombianas después de la realineación de Noviembre de 1994 y en el curso de los años 1995, 1996 y 1997 no hicieron modificaciones mayores a su sistema cambiario. Por otro lado, es importante hacer notar que la amplitud de las variaciones del tipo de cambio al interior de la banda en Colombia fueron mas pronunciadas que en Venezuela, pegándose la paridad de mercado al límite superior o inferior de la banda según las circunstancias, y reaccionando además la Junta Directiva del Banco de la República no con cambios en la paridad central, sino con cambios muy ligeros en la pendiente. Desde esta perspectiva, Colombia siguió con mayor rigor las directrices conceptuales de una banda cambiaria que Venezuela.¹⁰

Desde mediados de 1997 y a lo largo de 1998 y 1999 una combinación de eventos externos y medidas de política incidieron decisivamente en el mercado cambiario revirtiendo la tendencia observada en años anteriores. Ya desde principios del año 1996 la política monetaria en Colombia se hizo mas laxa. Algunas medidas para reducir las tasas de interés fueron

¹⁰ Un estudio reciente de Mesa (1997) muestra, no obstante, que al menos en el período que va entre 1994 y 1996, la distribución de probabilidades del tipo cambio al interior de la banda no exhibe forma de “U”, como tampoco se da una correlación negativa entre el diferencial de tasas y el tipo de cambio dentro de la banda. Todo esto contradice las predicciones básicas del modelo de Krugman.

introducidas en Marzo de 1996. A la declinación de las tasas de interés se sumo la creciente preocupación de los mercados por la sostenibilidad de las cuentas fiscales y externas y el deterioro del mercado petrolero (desde la segunda mitad de 1997) y con ello de las expectativas generadas alrededor del sector petrolero. A pesar de la significativa intervención de las autoridades, las presiones sobre el peso se intensificaron en 1998 en respuesta a la incertidumbre política en el período inmediato a las elecciones presidenciales y a las repercusiones de la crisis asiática sobre los mercados de capitales. Para contener las presiones cambiarias el banco central apretó la política monetaria aumentando la banda de tasas de interés interbancarias e incrementando los rendimientos de las letras en el mercado abierto. En Mayo de 1998 las tasas de interés interbancarias fueron liberadas y el mercado cambiario mostró una calma temporal luego de la elección de Pastrana como presidente, a finales de junio. Pero renovadas presiones aparecieron en el mes de Agosto lo que llevó al Banco de la República a depreciar la banda cambiaria en un 9% en septiembre de 1998. El mercado creyó que la nueva banda era vulnerable y la continuó atacando, con lo cual se apretó aún mas la política monetaria lo que hizo subir las tasas de interés de noventa días al 37%. En Junio de 1999, se produce un nuevo realineamiento hacia arriba. Las presiones alcistas comenzaron con el anuncio de que el Banco Mundial bloquearía un crédito de 600 millones de dólares para el salvamento de los bancos estatales en situación de fragilidad. Tras gastar 274 millones de dólares en dos días, la Junta Directiva del Banco de la República decidió devaluar la paridad Central y aumentar la amplitud de la Banda el 27 de Junio. Las presiones no cesaron durante los meses de Julio, Agosto y Septiembre. El pronóstico de un déficit en cuenta corriente de 6 puntos del PIB y de un déficit fiscal en el orden de 5 puntos del producto, puso en evidencia la situación de severos desordenes macroeconómicos. El 25 de septiembre el presidente del Banco de la República y el Ministro de Hacienda anunciaban el abandono del esquema de bandas y la adopción de un régimen de flotación tras una semana de intensos ataques donde el banco central perdió cerca de 470 millones en reservas internacionales.

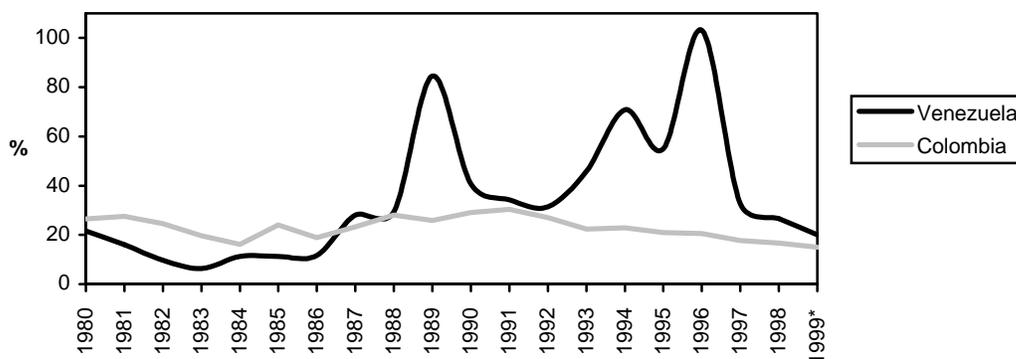
Frente a este panorama donde Venezuela persiste en la rigidez cambiaria y Colombia adopta la flotación, las posibilidades de coordinación de políticas se alejan. La complejidad del problema proviene del hecho de que existe un “trueque” entre los objetivos que pueden lograrse en esquemas cambiarios disímiles. La flotación, le devuelve a Colombia soberanía monetaria y privilegia la opción de combatir la recesión, en tanto que la rigidez cambiaria en Venezuela,

obliga al Banco Central a ser mas conservador en su política monetaria dándole privilegio al combate de la inflación.

IV.- EL DESEMPEÑO INFLACIONARIO

Venezuela y Colombia contaban con una amplia historia inflacionaria al comenzar la década de los noventa. Colombia con un índice más estable, Venezuela con un comportamiento mas errático a consecuencia de choques de oferta y demanda (ver figura 7). Dada la incidencia que los niveles de inflación relativos tienen en el tipo de cambio bilateral, es bastante evidente que de persistir un registro inflacionario mayor en Venezuela que en Colombia, la tendencia a la revaluación del peso con respecto al bolívar puede revertirse en el largo plazo. Desde 1994, Venezuela, sin embargo, ha tendido desde a aplicar políticas de anclaje en el tipo de cambio nominal sin ningún éxito contundente en la estabilidad de los precios.¹¹ De esta forma se sobrevalúa su moneda en períodos relativamente cortos de tiempo para luego hacer ajustes bruscos en la tasa de cambio. Los tres grandes ajustes hacia el alza en la tasa de inflación en Venezuela que pueden observarse en la figura 7 son el resultado de períodos precedentes de abierta sobrevaluación del bolívar a los que siguieron intensos ajustes en el tipo de cambio.

Figura 7: Tasas de Inflación Anual en Venezuela y Colombia (1980-1998)*



Fuente: Banco Central de Venezuela y Banco de la República

*1999 refleja las metas inflacionarias de los bancos centrales en cada país

Los esfuerzos por reducir la inflación en Colombia por debajo de los dos dígitos han sido infructuosos. Fuentes oficiales atribuyen esta dificultad a las características inerciales de la

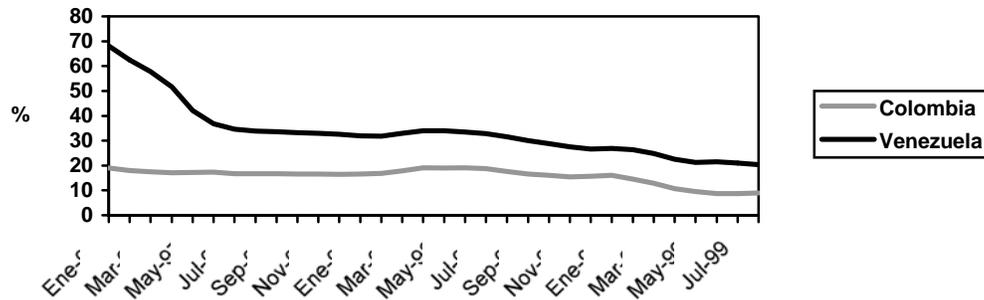
¹¹ Es evidente que en medio de desordenes monetarios y fiscales el efecto estabilizador del anclaje cambiario se atenúa.

inflación y así es confirmado en un estudio reciente por Kamas (1995). Trabajos también recientes sobre las causas de la inflación en Venezuela confirman de igual forma la importancia de la inercia (Zambrano 1994, Guerra y Sanchez 1996, y Dorta, et. al 1997). Los elementos inerciales indican que el público ha desarrollado mecanismos adaptativos en su conducta sobre las decisiones de precios, que los contratos se fijan de manera muy desincronizada, y/o que existen expectativas inflacionarias, dada la ausencia de credibilidad del público en las políticas. En este contexto las políticas de restricción de demanda son lógicamente insuficientes. No obstante, los intentos en ambas economías por implementar políticas complementarias de ingresos han sido desalentadoras. Venezuela, hizo varios intentos poco fortuitos en 1994 y 1995, cuando prevaleció en la economía un régimen de tipo de cambio fijo con controles de ciertos productos “básicos”. Colombia, por otra parte vio fracasar su intento de poner en práctica desde 1995 un “pacto social”. Es factible, sin embargo, que las tasas de inflación en ambos países puedan converger a niveles básicos, si el riesgo de una fuerte devaluación es contenido en Venezuela, y si hace un esfuerzo en ambos países por evitar los ajustes periódicos en los precios administrados de los servicios públicos.¹² En Colombia, por ejemplo, entre 1996 y 1997 los choques inflacionarios se originaron por reajustes en las tarifas de servicios públicos -en especial energía-, por el aumento del IVA (de 14% a 16%) y por sensibles aumentos en los costos de educación (Perfil de Coyuntura, Lecturas de Economía 1997).¹³ En Venezuela, adicionalmente al ajuste cambiario de mediados de 1996, el precio del combustible se incrementó en más de un 100% ese mismo año y la alícuota del Impuesto a las Ventas subió del 12,5% al 16,5%. En general, los aumentos recurrentes en las tarifas eléctricas, telefónicas y de transporte han venido incidiendo en los saltos discretos que experimenta la tasa de inflación mensual. Es significativo, sin embargo, que la fuerte recesión que experimentan actualmente ambas economías estén provocando una convergencia de la tasa de inflación anualizada mes a mes (ver figura 8).

¹² Los esfuerzos por consolidar una unión económica entre dos o mas economías pasan por tratar hacer converger sus tasas de inflación y de armonizar sus políticas macroeconómicas.

¹³ Un estudio para la economía colombiana de Correa y Escobar (1990) indica, sin embargo, que las variaciones en los precios de la gasolina y las tarifas de los servicios públicos, potencialmente no tiene un impacto directo muy fuerte sobre costos ni sobre variaciones del IPC.

Figura 8
Inflación Anualizada (en los últimos 12 meses)



Fuente: En base a datos del BCV y del Banco de la República

V.- LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR EXTERNO Y LOS CHOQUES EN LA DÉCADA DE LOS 90S.

Colombia como Venezuela han estado sometidos al impacto de los cambios en sus cuentas externas a lo largo de la década. Venezuela con una impactante volatilidad en su cuenta corriente, específicamente en su balanza comercial petrolera, afectando sensiblemente el desempeño fiscal. Colombia con un permanente influjo de capitales que descompone su política anti-inflacionaria, y un creciente saldo deficitario en su cuenta corriente como consecuencia de un “boom” de importaciones. Por otro lado, el comportamiento de los flujos de capital en Venezuela es altamente sensible a lo que acontece en la cuenta corriente, y en este sentido el comportamiento simétrico con que se comportan los flujos de bienes y los flujos capitales contrasta marcadamente con lo que sucede en Colombia. En situaciones de caída en los ingresos petroleros, por ejemplo, el público en Venezuela anticipa malos tiempos y fuertes ajustes en el tipo de cambio.

Venezuela en los años 1990 y 1991 experimentó un “boom” petrolero (a consecuencia de la crisis del Golfo Pérsico) que mejoró sensiblemente su cuenta corriente. El impacto recesivo del programa de ajuste del año 1989 hizo en ese entonces que la reactivación de la economía tomará un carácter prioritario, aún cuando el ajuste requería de un proceso de consolidación. El crecimiento del gasto y del dinero base en los años 1991 y 1992 tuvo que ser contenido con políticas monetarias restrictivas con costos severos para la economía y el sistema financiero. En

1992, el mercado petrolero comenzó a mostrar signos de deterioro. La cuenta corriente cerró con un saldo tremendamente deficitario (3.749 millones de \$US) y el déficit fiscal del gobierno central se elevó a 3,7 % del PIB. La debilidad institucional del país para aislar o mitigar el impacto de los choques externos se puso una vez más de manifiesto en esta coyuntura de principios de los años noventa. La creación de un fondo de estabilización macroeconómica petrolero si bien comenzó a ser discutida en ese entonces, quedó aplazada inexplicablemente, y en la situación actual Venezuela una vez mas ha tenido que verse sometida a los rigores de un segundo ciclo de expansión (1996 y 1997) y contracción (1998) aguda de los ingresos petroleros. A mediados de 1998 el ejecutivo presentó al parlamento el proyecto de Fondo de Estabilización Macroeconómica (FEM) contra contingencias petroleras, y este fue aprobado pero sin condiciones para ser capitalizado. No cabe duda que este mecanismo trae beneficios adicionales para ambas economías. El Fondo anticíclico suaviza la trayectoria del gasto público en Venezuela, permitiendo un mejor desempeño de la política monetaria, contribuyendo a evitar fuertes fluctuaciones del gasto agregado, en el tipo de cambio real y eventualmente en el intercambio comercial. Es de hacer nota, que el impacto que tiene la volatilidad petrolera en el producto y en el comportamiento del tipo de cambio es muy fuerte en Venezuela dada la alta dependencia que tiene el sector externo y el sector público del petróleo. No obstante, a comienzos de 1999, la administración entrante modificó sustancialmente las reglas de acumulación y de gasto del fondo de estabilización para hacerlo más discrecional pero con el riesgo de convertirlo mas en un fondo de reparto que de estabilización.

Cuadro 2
Balanza de Pagos de Venezuela 1990-1998
(Millones de US\$)

Descripción	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 ^a	1998 ^a
Cuenta Corriente	8279	1736	-3749	-1993	2450	1950	7355	5999	-1715
Bienes	10706	4900	1322	3275	7691	7123	12204	11400	3431
Servicios	-1351	-2202	-2951	-3185	-3082	-3426	-5082	-5390	-5176
Transferencias	-302	-364	374	-368	-216	193	233	-51	30
Cuenta Capital	-2161	2704	3006	2023	-3613	-2887	-478	-1176	-354
Inv. Directa	76	1916	513	220	656	860	1575	4864	3357
Capital Med y LP	-2237	574	2383	1622	-1919	-1429	-1810	-1267	123
Capital de CP		214	110	181	-2350	-2318	-243	-4773	-3834
Err. y Omisiones	-1742	-1515	-490	-561	-277	-189	-581	-1378	-1349
Var. de Reservas	4376	2952	-1233	-531	-1724	-1126	6296	3445	-3418

Colombia con un cuadro externo mucho menos volátil que el de Venezuela y con tendencias muy definidas (al menos hasta el año 1998) no presenta la misma vulnerabilidad externa que su vecino, pues su cesta exportadora es mas diversificada y se distribuye entre cuatro grandes rubros (café, petróleo, minería y no tradicionales). Ciertamente la exportación petrolera ha ido ganado participación en el total de las exportaciones (llegando a representar en 1997 el 23,2% de las exportaciones totales), pero las reservas probadas no auguran el perfil petrolero de largo plazo que existe en Venezuela. Por lo demás, contra la volatilidad de sus principales productos de exportación Colombia ha diseñado el Fondo Nacional del Café y el recientemente creado Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP). Llama la atención, que los superávits en cuenta corriente de comienzos de los años noventa han desaparecido gradualmente y el déficit acumulado entre 1993 y 1998 supera los 26.900 millones de dólares. Colombia, sin embargo, no ha sufrido de restricción externa pues la cuenta capital ha sido altamente superavitaria en la década de los noventa. La acumulación de reservas ha sido el fenómeno dominante a lo largo de la década y ha constituido una fuente de problemas para las autoridades económicas en su esfuerzo por reducir la inflación. Al interior de los flujos de capital, la inversión extranjera directa ha ido creciendo en forma sostenida desde el año 1992, un hecho si se quiere sorprendente en un país amenazado por los movimientos armados, la actividad ilegal y las sanciones norteamericanas. Es necesario apuntar, no obstante, que la situación de déficit crónico en la cuenta corriente es motivo de preocupación de las autoridades gubernamentales si por alguna eventualidad el influjo de capital no puede sostenerse en el futuro. El resultado externo del año 1998 y las proyecciones de un alto déficit externo para el año 1999 pareciera comenzar a indicar este fenómeno.

Es muy significativo que en una situación de grandes déficits en la cuenta corriente en ambos países, éstos puedan estar asociados a variaciones de reservas muy distintas, lo que indica que la política monetaria y cambiaria no tienen el mismo tenor. Venezuela pudiera estar apretando la política monetaria (para evitar la fuga de capitales) cuando su cuenta corriente es deficitaria al tiempo que deprecia con mayor velocidad el tipo de cambio al interior de su banda, en tanto que Colombia pudiera mas bien estar lidiando con presiones para la apreciación cambiaria.

Naturalmente, mucho de lo que sucede en este campo tiene que ver con los objetivos e instrumentos de política monetaria de rigor.

Cuadro 3
Balanza de Pagos de Colombia, 1990-1998
(Millones de US\$)

Descripción	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Cuenta Corriente	543	2347	900	-2114	-3051	-4370	-4816	-5522	-6030
Bienes	1971	2959	1234	-1657	-2286	-2699	-2133	-2603	-2691
Servicios	-2454	-2310	-2068	-1595	-1627	-2355	-3215	-3511	-2288
Transferencias	1026	1697	1734	1138	862	678	531,6	592	407
Cuenta Capital	-2	-782	69	1979	3074	4673	7015	6360	3885
Inv. Directa	484	433	740	769	1515	1473	3253	5437	3337
Inv. De Cartera	-4	81	125	642	392	-559	208	286	14
Endeudamiento	-284	-369	-635	-437	1707	1892	4367	2216	2024
Capital de CP	-198	-926	-161	1003	-541	1308	814	1581	-1490
Err. y Omisiones	98	362	222	242	-	-304	479	534	687
Var. De Reservas	639	1927	1191	107	23	-1	2678	1372	-1454

Fuente: Banco de la República y arreglos propios

*Cifras estimadas

VI.- LA POLÍTICA MONETARIA.

Colombia entró a la década de los años 1990s con tasas de inflación elevadas (29, 1% en 1990 y 30,4% en 1991), al menos si se comparan con la inflación promedio registrada de las décadas anteriores. Parte del problema se atribuyó, en ese entonces, a las presiones por una mayor oferta monetaria que financiaran mayores niveles de crédito y gasto público. Para evitar esas presiones, se le otorgó una buena dosis de independencia política al Banco de la República en la nueva constitución de 1991. Con la entrada la década, adicionalmente, los saldos favorables en la balanza de pagos representaron una fuente de problemas para las autoridades monetarias, pues alimentaban el crecimiento de la liquidez monetaria. El crecimiento anormal de divisas que se registró desde 1991, obligó a las autoridades al establecimiento de un mecanismo de certificados de cambio, que tendía a aplazar la monetización de su creciente influjo, mediante la fijación de plazos de redención mayores.

En Venezuela las autoridades monetarias se enfrentaron a dificultades similares, pues el impacto inflacionario de las medidas de ajuste del año 1989 fue notable y el 'boom' petrolero del año 1990 se tradujo en un fuerte incremento del gasto. El Banco Central comenzó a recurrir a la esterilización monetaria masiva con títulos de su propia emisión (bonos cero cupón), una operación si se quiere novedosa en el país (no así en Colombia), pues tradicionalmente el encaje y el redescuento habían sido los instrumentos clásicos de intervención usados por el Banco Central. A la postre, el fuerte crecimiento de la liquidez y la brusca caída en la intermediación financiera incrementarían el monto de estas operaciones en niveles que comprometían la posición financiera del Banco Central.

Hasta finales del año 1991, el esfuerzo de las autoridades económicas colombianas por reducir la inflación y el proceso de esterilización monetaria, trajo como consecuencia inevitable (dada la estrechez del mercado de capitales), la elevación de las tasas de interés domésticas. Esto incentivaba la entrada de capitales y contribuía no sólo a apreciar el tipo de cambio, sino además a destruir los esfuerzos por controlar la liquidez. Las autoridades monetarias, desde finales de 1991 y durante 1992, hicieron un esfuerzo (si se quiere exitoso) por reducir las tasas de interés, dando mayor capacidad de ajuste al tipo de cambio y absorbiendo el crecimiento de los medios de pago con mayores importaciones. No en balde, las exportaciones de Venezuela hacia Colombia registraron su segundo mejor incremento a lo largo de la década, en 1992, cuando pasaron de 305 a 425 millones de dólares. Esta señal, si se quiere, destaca lo importante que resultan las acciones de la política monetaria para explicar los flujos comerciales.

El mayor gasto público y privado, asociado este último a las bajas en las tasas de interés y a la abundante liquidez, dificultó la reducción de la inflación a los niveles deseados, así que en 1993 se decidió establecer un encaje del 47% al endeudamiento externo entre 6 y 18 meses, ayudando a los certicambios y a las operaciones de mercado abierto en el control de la inflación. Los certificados de cambio fueron eliminados en enero de 1994, pero nuevas resoluciones fueron expedidas por la Junta Directiva del Banco de la República en Marzo y en Agosto de 1994 con el objeto de controlar las entradas de capital. Se estableció la obligación de constituir depósitos en títulos denominados en dólares como requisito para recibir créditos externos con plazos menores a los 36 meses. Estas medidas no fueron del todo efectivas (Mesa y García 1996); sin embargo, el Banco de la República insistió con la disminución del plazo

máximo para realizar giros de importaciones, y aumentó los encajes sobre el crédito externo y los extendió a los créditos contratados a cinco años. Orientada a limitar las fuentes de financiamiento del sector privado y reducir el gasto agregado, la política monetaria de finales de 1994 estimuló el alza de las tasas de interés internas poniendo en evidencia sus limitaciones. Si bien por una parte al caer las tasas de interés el gasto aumenta, en el esfuerzo por controlarlo las tasas suben estimulando el endeudamiento externo y la entrada de capitales.¹⁴ Kalmonovitz (1999, p. 4) resume la política monetaria durante estos primeros años de la década de los noventa señalando que “el Banco seguía comprometido con el mantenimiento de cierto nivel de tasa de cambio lo que lo obligaba a expandir la oferta monetaria por encima de las necesidades de la economía en el caso de darse una entrada importante de capital o de superávit en al cuenta corriente y, por lo tanto, dificultaba en esos momentos reducir el nivel de inflación”.

Cuadro 4
Liquidez y Tasas de Interés Anual en Colombia y Venezuela,
1990-1998 (Porcentaje)

Años	Colombia			Venezuela		
	Crecimiento de M1	Tasa de Interés Nominal de CDT	Tasa de Interés Real	Crecimiento de M1	Tasa de Interés Nominal	Tasa de Interés Real
1990	25,8	35,3	4,8	41,1	33,4	-5,2
1991	32,8	36,7	4,8	51,2	36,1	1,4
1992	41,2	26,4	-0,5	8,2	41,9	8,03
1993	27,7	26,0	2,9	10,6	69,4	22,6
1994	25,2	30,0	5,8	130	46,7	-8,7
1995	19,7	32,5	9,6	38,6	27,8	-20,8
1996	16,5	28,1	7,4	85,1	19,9	-39,9
1997	21,7	24,3	6,6	86,7	6,84	-25,8
1998	-	32,6	15,9	6,58	10,25	-16,35

Fuente: Banco de la República y Banco Central de Venezuela

La iliquidez fue el signo que caracterizó el mercado monetario en Colombia en los años 1995 y buena parte de 1996.¹⁵ En este período el crecimiento de M1 fue el mas bajo a lo largo de la década (ver cuadro 4). Las tasas de interés reales se mantuvieron en un umbral alto, lo que sumado a las necesidades del Gobierno de financiarse internamente, contribuiría a agudizar la

¹⁴ Aunque en un grado menor, estas mismas dificultades en la política monetaria estarían presentes en Venezuela desde mediados del año 1996 con el registro de ciertos flujos de capitales privados a la economía.

¹⁵ Kalmanovitz (1999) indica que la actuación del Banco central en Colombia evidencia la existencia de dos fases: una expansionista, entre comienzos de los noventa y finales de 1994, y otra de tipo mas contractivo iniciada en 1995.

situación fiscal colombiana. A partir del último trimestre de 1996 las autoridades monetarias adoptaron una política mas laxa con el animo de darle mas liquidez a la economía y por esa vía contribuir a la reactivación económica. Es así como el crecimiento nominal de los medios de pago pasó de 6% a mediados de 1996 a un 19,4% en el los primeros meses de 1997. La situación de liquidez se modificó radicalmente a finales de 1996 y las autoridades dieron marcha atrás ante el cambio inesperado en las reservas internacionales. A comienzos de 1997 el Banco de la República estableció un mayor control al endeudamiento externo en vista que la creación de un impuesto al ingreso de divisas contemplado en el proyecto de Emergencia Económica no fue aprobado.¹⁶ Se modificó, en consecuencia, el depósito de 50% que tenían los préstamos en moneda extranjera con plazos inferiores a 5 años, por un depósito del 30% generalizado a todos los créditos y por un período de 18 meses. Así mismo, el instituto emisor conservó la colocación promedio de instrumentos de mercado abierto a fin de apoyar el objetivo de mantener los agregados monetarios dentro de sus respectivos corredores. Durante 1998 las tasas de interés se elevaron significativamente como resultado de la moderación en la política monetaria pero sobre todo por el aumento en las expectativas de devaluación y el incremento del riesgo crediticio del país y el riesgo del sistema financiero. Precisamente las presiones sobre la tasa de cambio hicieron que la autoridad monetaria restringiera aún mas la liquidez elevando las tasas de interés. Este peligroso mecanismo conduce a una situación en donde el riesgo del sistema financiero se eleva con el alza de las tasas, conduciendo a mayores presiones sobre el mercado cambiario y a nuevas incrementos en las tasas. Eventualmente una crisis de balanza de pagos o una crisis financiera termina rompiendo el círculo y así parece corroborarlo episodios recientes en ambas economías.

Pero si algo destaca en el marco de la política monetaria en Colombia, durante el período de los años noventa, fue el manejo altamente discrecional, cierta erraticidad y cambios de rumbo, y un variado menú de instrumentos de intervención.

La conjugación de altos niveles de inflación y política monetaria restrictiva presentó un escenario de altas tasas de interés (reales positivas) en Venezuela a lo largo de 1991, 1992 y

¹⁶ Ante una delicada situación fiscal y las presiones de revaluación el Gobierno comenzó el año 1997 con la declaración de emergencia económica. En marzo de ese mismo año la Corte Constitucional declaró inexecutable la declaratoria de emergencia económica.

1993. La política monetaria en Venezuela al igual que en Colombia fue muy exigida, pero dado que las fuentes de crecimiento de la liquidez provenían de la conversión del superávit en cuenta corriente en gasto interno, el Banco Central no se vio en la necesidad de desarrollar instrumentos de intervención tan sofisticados como los utilizados en Colombia. Los Bonos Cero Cupón fueron exclusivamente los instrumentos utilizados. Ya para el año 1993 su uso se había hecho tan intensivo que constituían la mitad de la base monetaria. Por otro lado el crecimiento de M1 se atenuó significativamente en los años 1992 y 1993 por la caída pronunciada en la demanda de dinero que se generó por el ambiente de inestabilidad política luego de dos intentonas de golpe de Estado. Las instituciones financieras ante una ola de liquidación de pasivos elevaron substancialmente las tasas de interés. En 1994, con el advenimiento de la crisis financiera la política monetaria perdió todo control. En un ambiente de enorme debilidad institucional y sin una estrategia definida para enfrentar la crisis, el Banco Central debió dar asistencia masiva a los bancos. La forma de recoger gran parte de esta liquidez fue utilizando los bonos cero cupón que entonces llegarían a representar mas de tres veces el dinero base (ver cuadro 5).¹⁷ Eventualmente con la caída de los precios del petróleo y la desaceleración en el crecimiento de la base y de los medios de pago, la intervención del Banco Central ha sido menor, pero por otra parte, el daño que estos instrumentos causa en la situación patrimonial del Banco Central ha planteado la alternativa de sustituir estos títulos con letras del tesoro y bonos de la república.

Con la puesta en vigencia del programa de la Agenda Venezuela en abril de 1996, y los cambios muy favorables en el mercado petrolero, la economía venezolana experimentó el tipo de dificultades en el manejo de la entrada de divisas que Colombia ya experimentaba como crónicas desde comienzos de los noventa. Después de dos intensas devaluaciones, una en diciembre de 1995 y la segunda en abril de 1996, la política monetaria, orientada a esterilizar el volumen creciente de medios de pago, se debatió entre seguir mas a fondo las pautas pre-establecidas de depreciación por la banda cambiaria y usar con intensidad la política de esterilización con operaciones de mercado abierto, o apoyar la política monetaria dando mayor

¹⁷ Aun representando un instrumento de inversión de cero riesgo para los bancos, los bonos cero cupon han dado pie a nuevos problemas: propician las operaciones de arbitraje internacional especialmente cuando existen expectativas de apreciación del tipo de cambio, generan pérdidas para el Banco Central y por consiguiente aumentan el déficit cuasi-fiscal, e incrementan la propensión de los bancos al racionamiento del crédito pues compiten con los préstamos productivos en la cartera de los bancos.

flexibilidad al tipo de cambio par así inducir la revaluación. La salida a este dilema ha sido realinear periódicamente la banda cambiaria hacia abajo.

Cuadro 5
Venezuela: Bonos de Emisión del Banco Central y Base Monetaria (Millones de Bs.)

	Emisión de Bonos Cero Cupon y TEM ¹	Basa Monetaria	Razón Emisión de Bonos/Base Monetaria
1989	4.390	98.560	0,04
1990	242.363	179.697	1,30
1991	571.962	330.444	1,73
1992	335.069	382.310	0,87
1993	407.992	422.695	0,96
1994	2.263.806	698.839	3,23
1995	1.984.279	872.536	2,27
1996	3.613.893	1.675.799	2,15
1997	2.012.774	3.004.685	0,67
1998	1.696.516	3.717.323	0,46

Fuente: Banco Central de Venezuela

1/ Saldo al final del año

A mediados de 1997 el mercado petrolero empezó a mostrar signos de debilitamiento, y los precios del crudo comenzaron a disminuir paulatinamente. Acontecimientos más recientes como la crisis del Este de Asia han dado un vuelco importante a la situación de ambos países. Dada la mayor dependencia petrolera de Venezuela y ante la evidente incapacidad de prever estos acontecimientos en las estimaciones presupuestarias, el gobierno de este país, en este caso, tuvo que enfrentar una vez más en 1998 un escenario de aguda deterioro de las finanzas públicas, y el reinicio de amenazas de salidas de capital y ajuste cambiario.

Este breve historial de como ha evolucionado la política monetaria en ambos países no es banal. De hecho, buena parte de lo que ha acontecido en ambas economías en este ámbito permite ver claramente las bondades de la coordinación. Consideremos, por ejemplo, la situación en ambas economías en el año 1998. Ambos países tratando de reducir una tasa de inflación persistentemente elevada y las autoridades monetarias tratando de decidir el grado de austeridad monetaria a aplicar. Cada país actuando separadamente entiende que si aplica una política monetaria más contractiva (que el resto del mundo), el tipo de cambio se apreciará aunando esfuerzos para su política anti-inflacionaria. Por lo tanto, cada país tratará de aprovechar los efectos anti-inflacionarios de una política monetaria que produce una apreciación en el tipo de cambio. El problema, sin embargo, está en que una apreciación en el

tipo de cambio en una economía significa una depreciación de la moneda para la otra. No es posible entonces que los dos países obtengan simultáneamente una apreciación de su moneda contra el vecino, pero ambos países pueden sufrir en el intento pues si bien no hay variación en el tipo de cambio, ambos sufrirán el impacto recesivo de las políticas monetarias altamente restrictivas. La recesión en ambas economías activa otros mecanismos de transmisión que hace que el comercio binacional disminuya y que caiga la demanda agregada.

Aun más interesante es notar que la asimetría en la exposición a los choques, aún asumiendo la existencia de regímenes cambiarios similares como ocurrió con el sistema de bandas por el curso de tres años, puede poner en evidencia dificultades adicionales para emprender la coordinación monetaria. En una situación de relativa normalidad para Venezuela, Colombia se exponía a choques de entradas de capital, exigiendo una contracción del crecimiento monetario y un alza en las tasas nacionales de interés. Estas acciones perturbaban la relativa tranquilidad del mercado de divisas en Colombia hasta el punto de poder poner en peligro la credibilidad de la banda cambiaria. En el límite inferior de la banda la política monetaria se hace mas activa para defender el régimen. Así, ésta política monetaria de contracción inicial y expansión ulterior no sólo destaca las situaciones de conflicto entre objetivos de política en un mismo país, sino además entre los objetivos de política de ambos países.

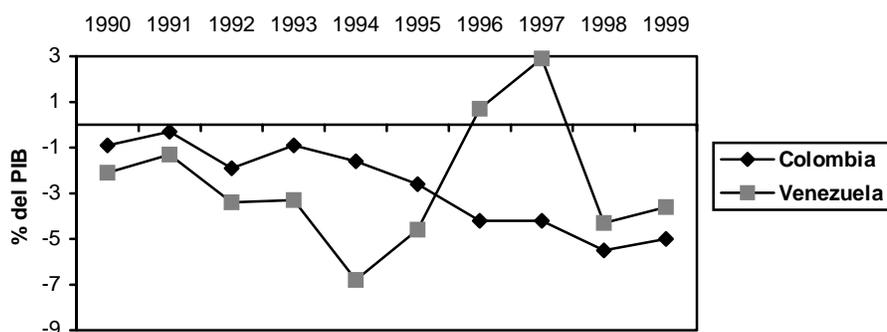
VII.- LA ESTRUCTURA Y LA GESTIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS.

La gestión fiscal puede ser un área de análisis de gran importancia en el entendimiento de los flujos reales y financieros por el impacto que esta tiene en el producto y la evolución de los precios en la economía. Si la gestión fiscal es expansiva la presión de demanda sobre los bienes no transables induce fuertes apreciaciones en el tipo de cambio, como puede haber sido el caso de Colombia en los años 1990. Más aun, la forma de cerrar la brecha en una gestión pública deficitaria, puede también explicar la aceleración inflacionaria y los saltos repentinos en el tipo de cambio. Si el cierre es monetizando el déficit, como fue claramente la opción en Venezuela en el año 1994, -ante las dificultades de liquidez derivadas de la crisis financiera-, el aumento en los medios de pago termina traduciendose en mayor inflación y presiones en el mercado cambiario. Eventualmente los ajustes en el tipo de cambio también pueden ser explicados por las necesidades del sector público de hacerse de mayores recursos en moneda

local, de modo que la brecha fiscal puede ser parcialmente atendida por lo que algunos analistas en Venezuela han llamado “el impuesto cambiario” (Niculescu y Puente 1994).¹⁸ Otra opción es recurrir al endeudamiento interno, como lo ha hecho Colombia en los últimos años, corriendo el riesgo de elevar las tasas de interés y de impactar negativamente sobre el ritmo de actividad económica y la posición de los activos del sector financiero.

La evolución de las cuentas fiscales en ambos países a nivel del Gobierno Central durante los noventa muestra claramente la tendencia creciente del déficit, con una amplitud significativa para Venezuela en los años 1994, 1995 y 1998 y rápidas recuperaciones en los años 1996 y 1997 con el fortalecimiento del mercado petrolero. Así mismo, en Venezuela, los años de bonanza petrolera 1990-1991 y 1996-1997 están asociados con mejoras relativas en las cuentas fiscales.

Figura 9: Déficit Fiscal Global del Gobierno Central como Porcentaje del PIB, 1990-1999*



Fuente: Banco de la República y Banco Central de Venezuela
 *Cifras de 1999 en base a estimaciones de los Ministerios de Finanzas.

Pardo y Umaña (1997) han señalado que el comportamiento fiscal en Venezuela y Colombia es realmente diferente pues mientras en el primero el nivel de ingresos fiscales está correlacionado con las exportaciones y los precios del petróleo, en el segundo estos van asociados al nivel de actividad interna y la recaudación tributaria directa e indirecta. Sin embargo, esta es una

¹⁸ La balanza de pagos del sector público en Venezuela ha sido tradicionalmente superávitaria, lo que se traduce en ganancias cambiarias para la gestión fiscal cada vez que hay una devaluación. Esto naturalmente tomando en consideración sólo los efectos directos e inmediatos que una devaluación tendría sobre los ingresos por exportaciones en moneda local y sobre los egresos por importaciones y el servicio neto de la deuda externa.

afirmación que deja de ser absolutamente cierta cuando el análisis se circunscribe a la evolución del gasto y el financiamiento en ambas economías.

Ciertamente, la dependencia de los ingresos en Venezuela de ciclos de carácter externo contrasta con la mayor dependencia en Colombia del ciclo interno. Sin embargo, cuando en Venezuela se hace imposible mantener los niveles de gasto, se ha decidido buscar, al igual que en Colombia, a través de la tributación directa e indirecta no petrolera, fuentes alternas de ingreso. Hasta la implementación del impuesto al valor agregado, en 1993, la tasa efectiva de tributación sobre las actividades no petroleras en Venezuela no superaba el cinco por ciento (5%) del PIB (García et al. 1997). Modificado el IVA y convertido en impuesto a las ventas al por mayor, en 1994, la recaudación no petrolera se ubicaría en años recientes alrededor de un 9 por ciento del PIB. El problema es que esto sólo llega escasamente a cubrir un 40 por ciento de los gastos del Gobierno Central y no compensa la dramática caída en los ingresos tributarios no petroleros. En Colombia, en contraste, los ingresos tributarios por concepto de IVA, renta y aduanas registraron en 1997 una cifra equivalente a 12 puntos del PIB, lo suficiente para cubrir hasta el 66,6 % de los gastos totales del Gobierno Central. Cabe destacar, que la alícuota del impuesto al valor agregado en Colombia se incrementó de 14 a 16 por ciento en Diciembre de 1995 y la tasa máxima del impuesto sobre la renta fue disminuida de 37,5% al 35%, tasas que ya son muy similares a las establecidas en Venezuela. Es claro al comparar la estructura de ingresos fiscales en ambos países, que en Venezuela todavía persiste una fuerte dependencia del sector público de los recursos provenientes de la actividad petrolera, lo cual explica parte muy importante de la volatilidad de la política fiscal.

Luego de un período de desajuste a mediados de los ochenta, el balance del sector público colombiano estuvo en virtual equilibrio durante la primera mitad de los noventa gracias a lo contabilización de ingresos transitorios por privatizaciones y los superávits del sector descentralizado especialmente de la seguridad social. Colombia avanzó con mayor rapidez que Venezuela en el proceso de liquidación y privatización de empresas entregando a particulares servicios no fundamentales de empresas como ECOPETROL, TELECOM, y del sector eléctrico, y privatizando empresas nacionales como Puertos de Colombia, Ferrocarriles Nacionales, terminales de petróleo, zonas francas comerciales e industriales, la Corporación de Ferias y Exposiciones, Álcalis de Colombia, etc. Si bien, a partir de 1991, hubo un continuo

incremento en los ingresos, desde el año 1998 el ingreso fiscal comienza a ser menor. En cualquier caso, el incremento en el gasto del sector público ha sido mayor a lo largo de la década. En tanto que lo primero ha jugado un papel importante para explicar la reciente declinación del ahorro privado, lo segundo ha ejercido una presión adicional sobre el tipo de cambio real. Por otro lado, la constitución de 1991 en su objetivo de consolidar el proceso de descentralización, generó grandes compromisos de transferencias de recursos del Gobierno Central a los gobiernos locales (Cardenas y Steiner, 1997), gran parte de ellos destinados al aumento desorbitado de la nómina pública y los municipios y departamentos. Al hacerse estas transferencias con base a los ingresos totales del Gobierno Central, se ha generado una altísima carga sobre las finanzas públicas.¹⁹ De hecho, estos pagos representan hoy día el 50% de los gastos del Gobierno. Simultáneamente, el déficit se expandió como resultado del servicio de la deuda pública que registró importantes incrementos desde 1995, cuando el tenor contractivo de la política monetaria indujo a un aumento en las tasas de interés reales.²⁰ Es preciso señalar en este sentido que ya desde comienzos de los años noventa el gobierno en Colombia venía financiando buena parte del déficit público con emisiones de bonos del tesoro, pero la colocación de estos instrumentos ha crecido muy significativamente desde el año 1996 (ver cuadro 7), lo que ha implicado una importante transferencia de ahorro financiero disponible en la economía hacia el sector público. El alto nivel de endeudamiento en un entorno de restricción de financiamiento externo implica que se deben generar recursos excedentarios para servir la deuda. Esto requiere ajustes del gasto que tienen repercusiones sobre la producción. Así mismo, el superávit del sector público descentralizado y las privatizaciones, que a lo largo de la década de los noventa contribuyeron a que las necesidades de endeudamiento neto del sector público no fueran muy significativas, no mostraban el mismo vigor para el año 1997. Entidades públicas como ECOPETROL y TELECOM han reportado sólo pequeños excedentes en virtud de la fuerte expansión en proyectos de inversión.

¹⁹ Dado que el incremento del servicio de la deuda pública ha venido creciendo, sería más prudente calcular dichas transferencias sobre la base de los ingresos netos del servicio de la deuda.

²⁰ Los pagos de intereses de la deuda representaron en 1997 2,3% del PIB en tanto que para 1996 y 1995 correspondieron al 2,1% y el 1,4%, respectivamente.

Cuadro 6
Colombia: Operaciones de Ingresos y Gastos del Gobierno Central
(porcentaje del PIB)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Ingreso Total	13,3	13,3	13	13,5	13,9	11,4
Ingreso Corriente	13,3	13,3	13	13,4	13,9	11,4
Tributarios	11,6	11,6	11,1	11,4	12	10,0
Renta y Beneficios	4,7	4,9	4,6	4,3	4,9	4,1
IVA	4,9	4,8	4,7	5,3	5,3	4,3
Impuesto a la Gasolina	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,4
Aduanas	1,3	1,2	1,2	1	1,1	1,1
Otros	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Ingresos no Tributarios 1/	1,0	1,0	1,3	1,4	1,0	1,3
Transferencias Corrientes	0,7	0,7	0,5	0,6	0,9	-
Gastos Totales y Préstamos Netos	14,5	15,1	16,5	18,2	17,8	16,1
Gasto Corriente	11,7	11,8	12,2	13,3	13,5	11,6
Sueldos y Salarios	2,7	2,8	2,8	2,6	2,6	2,4
Bienes y Servicios	0,9	0,6	0,7	0,8	1,0	0,8
Intereses	1,3	1,3	1,4	2,1	2,2	2,7
Otros Gastos	0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
Transferencias Corrientes	6,7	6,8	6,9	7,6	7,5	6,2
Gastos de Capital	2,3	3,2	4,1	4,5	4,1	3,6
Formación de Capital Fijo	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0	1,5
Otros Gastos 2/	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,3	0,0
Transferencias de Capital	1,0	1,7	1,9	2,3	2,4	2,1
Préstamos Netos	0,5	0,2	0,2	0,5	0,2	0,2
Balance Global	-1,2	-1,9	-3,5	-4,8	-3,9	-4,7

1/ En 1998 incluye transferencias del Banco de la República.

2/ Gastos no incluidos en otras partidas.

Fuente: IMF (1999) Colombia: Selected Issues and Statistical Appendix, con cifras del Ministerio de Finanzas y Crédito Público y del Informe del Banco de la República al Congreso del año 1999.

Cuadro 7
Saldo de Títulos de Tesorería en Circulación,
1992-1997, TES - Clase B

Fin de Año	Millones de Pesos	Porcentaje del PIB
1992	289.754	0,87
1993	982.130	2,24
1994	2.091.444	3,61
1995	3.864.314	5,27
1996	5.897.200	6,64
1997	9.614.123	8,91

Fuente: Banco de la República

La conjugación de condiciones externas adversas y la recesión han hecho que la situación fiscal para el año 1998 y 1999 se haya deteriorado aún más. Es evidente que la economía colombiana necesita de recursos externos con el fin de evitar contracciones adicionales del gasto agregado. Desde esta perspectiva, la reciente aprobación de un acuerdo de Facilidad Ampliada con el

Fondo Monetario Internacional por 2.500 millones, y el posible complemento de ayuda por parte del Banco Mundial, del Banco Interamericano de Desarrollo conjugado con una mayor flexibilidad cambiaria, pudieran ser una señal clara del propósito que tienen las autoridades económicas por privilegiar el objetivo de la reanimación económica.

Un vistazo a la evolución del gasto del gobierno central en Venezuela revela de inmediato que una de las dificultades de la política fiscal en Venezuela es que no tiene ningún carácter anti-cíclico por lo que su trayectoria no muestra ningún tipo de suavizamiento. El gasto se eleva y disminuye pro-cíclicamente en magnitudes sorprendentes (ver cuadro 8). El gasto del gobierno central en 1993 fue de 19% del PIB y cuatro años más tarde había subido en 10 puntos con el 'boom' petrolero para caer en 1998 en 6 puntos porcentuales del PIB. Pero en cuanto a su estructura el gasto en Venezuela presenta tendencias muy similares a lo registrado en Colombia. La presión que ejercen las asignaciones legales destinadas a la descentralización y el servicio de la deuda pública dejan muy poca holgura para el resto de las obligaciones del gobierno central. Para 1996 las asignaciones legales absorbían cerca del 54% del presupuesto de gastos, entre los cuales destacan los conceptos por situado constitucional a las gobernaciones, el Fondo Intergubernamental para la Descentralización y el servicio de la deuda. Adicionalmente, en Venezuela se ha generado una tensión muy especial entre el gasto de PDVSA (el holding petrolero estatal) y el gobierno central. PDVSA se embarcó en un ambicioso plan de expansión en proyectos de participación mixta con el sector privado que estimó llevar la producción a seis millones de barriles diarios para el año 2006. Para tal fin la petrolera Estatal ha buscado mecanismos para disminuir su contribución fiscal.²¹ La caída del ingreso petrolero y las necesidades de expansión de PDVSA cambiaron dramáticamente la recaudación fiscal petrolera del gobierno hasta el punto que para 1998 el impuesto sobre la renta cobrado a las actividades petroleras representó sólo 1,7% del PIB, cuando en 1991 esta llegó a ser 13,6 puntos del PIB (ver cuadro 8). Por otra parte el gobierno central ante la tensión que ejercen las asignaciones legales ha visto mermar la inversión y el gasto social en términos

²¹ Ciertamente, el sector público petrolero experimentó una contracción una vez que los precios del petróleo cayeron marcadamente en las postrimerías de la Guerra del Golfo. Este hecho junto a la baja gradual del coeficiente (o valor de exportación) que se le aplican los precios del petróleo en el cálculo de las obligaciones tributarias, explica en gran medida la caída en la contribución fiscal del sector, la cual fue estimada por en cerca del 10% del PIB entre 1991 y 1995 (FMI, 1996)

reales per capita.²² Moreno (1996) destaca como el financiamiento del déficit fiscal evidenció cambios en su estructura favoreciendo el proveniente de fuentes internas. En el curso de los años noventa, la venta de activos del sector público (privatización de la Compañía de Telecomunicaciones, CANTV, de la línea aérea del Estado, Viasa, y de la siderúrgica nacional, SIDOR), y la emisión de dinero inorgánico en 1994 como consecuencia de los auxilios financieros a los bancos, fueron hechos de particular significación. La asistencia a la banca en cerca de 13 puntos del PIB en 1994 y 4 puntos más en 1995 tuvo efectos inmediatos en el resultado financiero global del sector público, e implicó un uso muy intensivo de las operaciones de mercado abierto para controlar la liquidez. El stock de instrumentos de deuda doméstica (incluyendo bonos del Banco Central), se elevó de 7% del PIB en 1993 a 16% del PIB en 1995. Cerca de la mitad de los auxilios financieros fueron, no obstante, esterilizados por la huida del público hacia posiciones en dólares en los primeros meses de 1994 (cuando aún prevalecía el régimen de crawling-peg y la libre convertibilidad).

Cuadro 8
Venezuela: Operaciones de Ingresos y Gastos del Gobierno Central
(porcentaje del PIB)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Ingresos Totales	23,3	17,5	16,5	17,2	16,6	19,3	23,4	16,6
Corrientes	23,3	17,5	16,5	17,1	16,6	19,3	23,4	16,6
Petroleros	18,3	11,7	9,3	8,5	7,4	11,4	13,5	6,3
ISLR Petrolero	13,6	8,2	6,1	5,1	4,2	5,8	7,4	1,8
Regalía	4,7	3,5	3,2	3,3	3,2	4,2	3,7	2,4
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	2,3	2,0
No Petroleros	5,0	5,8	7,2	8,7	9,1	7,9	9,9	10,3
ISRL	4,8	4,9	6,8	2,3	2,2	1,8	2,1	2,1
Impuesto a las Ventas	-	-	0,6	2,0	4,3	3,6	4,4	4,5
Aduanas	2,0	2,0	1,8	1,6	1,4	1,4	1,6	1,7
Otros impuestos	0,8	1,2	1,4	2,5	1,0	0,9	1,7	1,5
Otros no tributarios	0,3	0,9	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3
Capital	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0-
Gastos Totales y Préstamos Netos	24,6	21,2	19,0	24,0	20,1	18,7	21,4	23,6
Gasto Corriente	18,2	15,9	14,3	17,4	15,9	15,1	16,8	19,5
Remuneraciones	4,3	4,5	4,1	4,2	3,5	2,5	3,8	4,1
Compras de Bienes y Servicios	1,0	1,0	0,5	0,9	0,8	0,5	0,6	0,8
Intereses Deuda Pública	3,4	3,7	3,0	4,0	4,4	3,7	2,4	5,2
Transferencias Corrientes	7,6	6,6	6,2	5,4	5,8	7,4	10,0	8,1
Pérdidas BCV	1,7	0,1	0,2	2,0	1,1	0,7	0,2	0,6
Otros	0,2	-	0,2	0,7	0,2	0,2	0,3	0,5

²² En términos reales per capita, los niveles presentes de inversión son sólo un tercio de lo que fueron el primer quinquenio de los setenta. La reducción real per capita de lo gastado en el primer quinquenio de los setenta y el promedio de lo gastado en los años noventa ha sido superior al 40% en educación, y al 60% en salud pública (García *et. al.*, 1997).

Gasto de Capital	6,5	5,3	4,7	2,3	2,7	2,1	11,4	3,2
Formación de Capital	1,2	1,2	1,0	0,7	0,6	0,4	0,5	0,7
Transferencias de Capital	5,2	4,1	3,7	1,6	2,1	1,7	2,6	2,6
Préstamos Netos 1/	-	-	-	4,2	1,4	1,3	0,9	0,8
Resultado Global	-1,3	-3,7	-2,5	-6,8	-3,5	0,6	2,0	-7,0

1/ Sólo se descomponen a partir de 1994

*Cifras estimadas

Fuente: IMF (1996) Venezuela: Recent Economic Developments y OCEPRE

La política fiscal y específicamente el rumbo que toma el gasto público en cada país deja ver una vez más la importancia de avanzar en ejercicios de coordinación de objetivos y no sólo de políticas. Venezuela, por ejemplo, apeló en 1997 a un gran incremento del gasto público mientras Colombia procuraba cierta austeridad fiscal. Visto desde el ángulo venezolano, el producto se expande en Venezuela, y el tipo de cambio se aprecia, lo que favorece las exportaciones colombianas y fortalece su cuenta corriente. Ciertamente la interdependencia se manifiesta en los flujos comerciales, y de acuerdo a lo esperado, el producto debería aumentar en Colombia. Sin embargo, Colombia ha apelado a la austeridad fiscal lo que provoca contracción en el producto y depreciación cambiaria, reforzando los efectos negativos sobre la cuenta corriente en Venezuela. En un mundo de flexibilidad cambiaria el problema es irreal pues el tipo de cambio bilateral se ajusta para restaurar los equilibrios externos. Pero atados como estaban Venezuela y Colombia a un régimen de bandas, la flexibilidad tenía sus límites, y en consecuencia, políticas fiscales de tenor opuesto terminaban perjudicando el comercio de un país en favor del otro.

VIII.- LA ESTRUCTURA Y EL DESEMPEÑO DEL SECTOR FINANCIERO.

Colombia y Venezuela avanzaron casi que simultáneamente en el proceso de liberalización financiera comenzando la década de los años noventa. Como parte de un ambicioso programa de reformas ortodoxas, Venezuela decidió, en 1989, liberalizar las tasas de interés de los bancos, eliminar el sistema de asignación de recursos crediticios por cuotas y privatizar algunos bancos comerciales en propiedad del Banco Central. Colombia avanzó en la reforma del sistema financiero con la aprobación de la Ley 45 de 1990, cuyo objetivo era reducir la especialización de las instituciones financieras y fomentar mayor competencia entre los segmentos.

Desafortunadamente, el proceso de liberalización financiera en Venezuela, al no concentrarse en esquemas de incentivos para hacer al sector más competitivo, produjo un soplo fatal al sistema financiero, pues además de ponerse en marcha en forma incompleta, se dio en un ambiente de profunda inestabilidad macroeconómica, de frágil arreglo institucional y en medio de tendencias muy riesgosas en el negocio bancario.²³ Entre Enero de 1994 y Agosto de 1995 17 instituciones financieras tuvieron que ser cerradas o intervenidas. Estas representaban el 48,4% de los activos totales del sistema y cerca del 50% de los depósitos.

Lo importante a ser destacado aquí es que el impacto de una crisis sistémica puede ser devastador no sólo para los esfuerzos de lograr algún tipo de armonización de objetivos y políticas entre países, sino para la evolución misma de la economía inter-regional. La crisis sistémicas en un país suelen venir acompañadas de fuertes caídas en la demanda de dinero, de enormes presiones sobre el mercado cambiario y de grandes esfuerzos por parte de las autoridades monetarias por doblegar el comportamiento desestabilizador del público. Eventualmente, el banco central debe revisar sus objetivos e instrumentos de política monetaria, debe tomar decisiones frente a la actitud del público de cambiar dinero local por activos externos y debe confrontar el rescate de los depositantes (de existir seguro de depósitos) con las consecuencias inflacionarias que esto pueda tener. La contracción del crédito y sus implicaciones en el ritmo de actividad económica suelen ser también secuelas de una crisis. Para el país vecino la caída en el producto y las acciones de política cambiaria de su socio afectan su posición externa pero también la evolución del producto, y esta interdependencia macroeconómica hace que los efectos se propaguen de un país a otro en la medida que los lazos económicos y comerciales son más fuertes. La crisis financiera acontecida en Venezuela en 1994 y parte del año 1995 evidenció algunas de estas facetas.

Siendo el riesgo de una crisis sistémica un tema tan importante, es conveniente hacerse un entendimiento de los factores fundamentales para ayudar a su prevención. La literatura reciente sobre las crisis financieras tiende a debatirse entre las causantes macroeconómicas y los determinantes micro o institucionales. Trabajos empíricos recientes para un conjunto de países con crisis, como Demirguc-Kunt y Detragiache (1997) y Caprio y Klingebiel (1996), terminan

²³ Un análisis sobre las causas que llevaron a la debacle del sector financiero en Venezuela no viene al caso para el objeto de este estudio pero dos buenos trabajos se encuentran en García et. al. (1998) y Vera (1997).

confirmando que ambos tipos de factores son regularmente elementos causantes. Los factores macroeconómicos han sido resumidos generalmente en los efectos que altas tasas de interés y el ritmo de actividad económica tiene sobre la calidad de los activos. No cabe duda que estos elementos han venido jugando algún papel en el desenvolvimiento de la banca en tiempo muy reciente. Ambos países atraviesan una severa recesión y las amenazas de ataques especulativos o la lucha contra la inflación mantienen las tasas de interés en niveles relativamente elevados. Pero los factores institucionales dan pie a una revisión mas detallada de como se presenta al sistema financiero en cada país.

Actualmente y luego de una fase de profundos cambios, el sector financiero en Colombia y Venezuela avanzan hacia una estructura bancaria muy similar. El sistema financiero venezolano, en el curso de cinco años se redujo a la mitad (ver cuadro 9), y para 1998 de un total de 43 bancos comerciales o universales, 15 estaban en manos de la banca extranjera representando el 41% del activo total. La entrada en vigencia de la nueva Ley de Bancos en 1994 y el proceso de privatización de algunos bancos estatizados durante la crisis financiera, permitió no sólo la entrada de nuevos competidores internacionales y el desarrollo de la banca universal, sino además facilitó la reestructuración de un sector seriamente debilitado por los efectos de la crisis. Como se dijo la reestructuración del sistema financiero colombiano comenzó si se quiere una vez sancionada la Ley 45 de 1990 que entre otras cosas permitió la entrada de la inversión extranjera en el negocio bancario. Así, entre 1990 y 1994 la participación del capital extranjero en el capital total de la banca colombiana pasó de 5% a 25%. En 1996 la entrada de los bancos españoles Bilbao Vizcaya y Santander cerrarían una nueva ola de inversiones.²⁴ Para diciembre de 1997 existían en Colombia 33 bancos comerciales que representaban cerca del 58% de los activos del sistema (ver cuadro 10). El proceso de reorganización estructural del sistema llevó a que se presentaran fusiones y adquisiciones importantes en 1998, entre las que destaca la fusión del Banco Industrial Colombiano (BIC) y el Banco de Colombia convirtiendose en la entidad con mayores activos en el sistema (Banco de la República, 1998).

²⁴ En un principio el mayor interés provino de inversionistas de otros países latinoamericanos, pero a comienzos de 1996 los bancos españoles liderizaron la inversión extranjera en el sector financiero colombiano. El banco más grande de Colombia, el Banco Ganadero, fue parcialmente adquirido por el Banco Bilbao Vizcaya, y el sexto mayor banco del país, el Banco Comercial Antioqueño, fue adquirido por el Banco

Cuadro 9
Venezuela: Estructura del Sistema Financiero
(1993-1997)

	Número				
	Dic. 1993	Dic. 1994	Dic. 1995	Dic. 1996	1997
Total Instituciones	211	197	128	124	106
Bancos Comerciales	50	48	39	37	30
Bancos Universales	0	0	0	2	10
Bancos Hipotecarios	17	17	9	8	5
Entidades de Ahorro	20	21	21	21	21
Sociedades Financieras	47	47	20	18	15
Fondos de Activos Líquidos	38	39	20	19	12
Leasing	36	22	18	18	12
Sociedades de Capitalización	3	3	1	1	1

Fuente: Superintendencia de Bancos y BCV

Cuadro 10
Colombia: Estructura del Sistema Financiero
(1990-1997)

	Número			Participación en el Total de Activos	
	Dic. 1990	Dic. 1994	Mar. 1997	Dic. 1997	
Total Instituciones	90	134	137	126	100
Bancos	26	31	32	33	57,9
Instituciones de Ahorro y Vivienda	10	10	9	8	23,2
Corporaciones Financieras	23	23	24	22	12,1
Compañías Financieras Comerciales	31	28	34	30	3,8
Leasing	0	42	38	33	3,0

Fuente: Superintendencia Bancaria y World Bank (1993) "Colombia Financial Reform".

En el plano institucional existe una clara división en Colombia de las funciones estatales en relación con el sistema financiero. Por una parte compete al gobierno a través de la Superintendencia Bancaria y FOGAFIN expedir las regulaciones prudenciales, vigilar su cumplimiento y garantizar parcialmente los depósitos del público. FOGAFIN, sin embargo, no cuenta con el respaldo legal que regule sus funciones y métodos operacionales, por lo que existe el temor de que el sistema esté expuesto a presiones que hagan a la institución demasiado complaciente en caso de una crisis. Por otra parte, conforme a lo previsto en la Constitución y la Ley, los problemas temporales de liquidez deben ser atendidos por el Banco de la República. El apoyo del Banco de la República, sin embargo, no es irrestricto. Para poder acceder a los

Santander. Casi paralelamente, el Bilbao Vizcaya adquirió parte del primer banco de Venezuela, el Banco Provincial; y el Santander, adquirió al Banco de Venezuela.

apoyos, las instituciones financieras deben demostrar su solvencia cumpliendo con la relación de activos de riesgo a patrimonio técnico y, si ello no es así, cumplir con las metas acordadas por la Superintendencia Bancaria en un plan de ajuste de su capital. En el primer caso el Banco de la República otorga un apoyo transitorio u “ordinario” al banco que ha sufrido pérdidas de sus depósitos para proveer de liquidez por un lapso de 30 días, hasta por el 10% de los depósitos. Si el procedimiento es “especial” el apoyo del Banco de la República puede extenderse hasta por 180 días, cubriendo hasta el 15% de los depósitos, con la posibilidad de utilizar los recursos no sólo para cubrir faltantes de liquidez gestados por caídas en el pasivo sino por deterioro en el activo.

El sistema en Venezuela no tiene la misma transparencia y solvencia institucional particularmente por las medidas *ad-hoc* que se han tomado luego de la crisis financiera. Por un lado, le toca a la Superintendencia de Bancos la labor de regulación prudencial, pero su autonomía se ve lesionada por las decisiones de la Junta de Emergencia Financiera (creada por la Ley de Emergencia Financiera durante la crisis). Por otra parte, FOGADE, el fondo de seguro de los depositantes, no dispone de los activos líquidos disponibles para enfrentar un colapso, presenta una situación patrimonial insolvente (como resultado de la crisis) y no puede por ley recurrir al Banco Central para obtener anticipos, pues carece de las garantías necesarias.²⁵ Esta fragilidad institucional ha planteado la necesidad de sustituir la Ley de Emergencia Financiera por una nueva Ley de Bancos y sanear la situación patrimonial de FOGADE fiscalizando la deuda de este organismo con el Banco Central.

Si bien la solvencia de los bancos en ambos países mejora con la presencia y respaldo de la banca extranjera, en lo que toca al caso venezolano la mejora muy substancial y rápida del sistema financiero obedece, en primer lugar, a la mejoría en los mecanismos de supervisión y regulación prudencial (esencialmente después de la crisis financiera) y en un segundo término, al hecho que la banca constituye un cliente muy importante de los Títulos de Estabilización Monetaria emitidos por el Banco Central con riesgo cero y cuyo rendimiento marca la tasa de interés. Mejoras en la supervisión también han sido observadas en Colombia, en particular la habilidad de la Superintendencia para monitorear los requerimientos de reservas, para obligar a

²⁵ Se estima que los activos líquidos de FOGADE sólo cubren el 3,9% de los depósitos del público. Por otra parte la deuda de FOGADE con el Banco Central asciende a 2.432 millones de dólares.

aprovisionamientos contra créditos en mora, y para exigir una relación capital/activo de acuerdo a *estandares* internacionales. Sin embargo, todos estos avances institucionales son insuficientes si el clima macroeconómico no favorece la actividad crediticia. En 1996, en el contexto de un agudo desaceleración del crecimiento del dinero base y de una caída en la actividad económica, el crédito al sector privado se vió seriamente debilitado en Colombia (IMF, 1999). La salud del sistema, desde entonces, ha dependido mucho de la tasa de interés las cuales se han mantenido relativamente altas por las presiones que ejerce el déficit fiscal. Una manifestación clave de la salud del sistema financiero ha sido el deterioro en la calidad de los activos toda vez que la cartera inmovilizada como proporción de la cartera total ha pasado 5,8% en 1995 a 8,2% en 1998 (según cifras del IMF, 1999). El cuadro 11 corrobora estas dificultades en la calidad de los activos. Por otra parte, la banca pública en Colombia, arrastra desde hace muchos años problemas de ineficiencia, exceso de costos y mal manejo administrativo. Estos síntomas se han agravado en los últimos tiempos al punto que en 1998 el gobierno decidió intervenir al Banco Uconal (banco oficial) después de haber acumulado cuantiosas pérdidas. A la intervención del Uconal ha seguido el Banco Central Hipotecario (banco oficial) en Julio de 1999 y muy recientemente, el tercer banco del país Bancafé, en propiedad de la Federación Nacional de Cafeteros, paso a manos del Estado tras la manifestación del gremio de no estar en condiciones de capital. En Venezuela, aunque los bancos han mostrado mejoría en su grado de capitalización, en el aprovisionamiento de la cartera inmovilizada, en la liquidez y calidad de gestión, el ambiente recesivo en que se encuentra la economía puede modificar muy rápidamente esta situación con el agravante, como se ha señalado anteriormente, de que Venezuela no cuenta con la solidez institucional para enfrentar nuevos episodios de crisis. La banca pública, al igual que en Colombia exhibe problemas de ineficiencia y deficiencias en la administración por lo que se ha planteado en tiempo muy reciente su reestructuración.

Cuadro 11
Indicadores Recientes del Sistema Financiero en Colombia

Indicadores	1996	1997	1998
Cartera Vencida/Cartera Total	6,12	6,39	10,09
Provisiones/Cartera Vencida	28	32	27
Patrimonio Técnico/Activos Ponderados	-	12,49	10,47

por Riesgo			
Activos Improductivos/Activo Total	2,0	2,45	4,5
Gastos Administrativos/Numero de Empleados (millones de pesos)	21,7	29,6	29,2

Fuente: Superintendencia Bancaria, Banco de la República y Asobancaria

Cuadro 12
Indicadores del Sistema Bancario en Venezuela Después de la Crisis

Indicadores	1995	1996	1997	1998
Patrimonio/Activo Total	8,77	13,00	13,1	14,2
Cartera Inmovilizada/Cartera Total	9,24	3,81	2,8	5,5
Disponibilidades + Inversiones en Valores/Activo Total	36,29	36,46	29,5	32,0

Fuente: BCV y Sofline Consultores

IX.- CONCLUSIONES.

En el curso de la década de los años noventa las relaciones comerciales entre Venezuela y Colombia han vivido una fase expansiva impulsada inicialmente por las reformas y la apertura comercial que se dio en ambas en ambas economías a inicios de los noventa, y consolidada por el desgravamen casi total del comercio mutuo y por la instrumentación del arancel externo común. En la medida que la interdependencia ha aumentado, la integración ha venido imponiendo la necesidad de avanzar mucho más en el tema de la coordinación de políticas macroeconómicas. Naturalmente, cualquier avance en este terreno pasa por la interrogante respecto a la pertinencia y la vigencia del acuerdo sub-regional y la incidencia y participación de los demás miembros que une a la Comunidad Andina. Adicionalmente el peso preponderante de los Estados Unidos en el comercio con Venezuela y Colombia también puede constituir una restricción, si la coordinación de políticas se subordina a objetivos de mayor jerarquía que cada país tenga con el vecino del norte (García, 1999). No obstante, en este estudio hemos querido hacer ver que para hacer posible ejercicios de coordinación de políticas en el marco de lo que acontece entre Venezuela y Colombia, el análisis no puede estar aislado de un conocimiento más claro de que cosas son comunes en el plano macroeconómico,

a que eventos se expone cada economía y que tipo asimetrías existen en la gestión macroeconómica de cada país

Un análisis de lo que ocurre con la evolución del producto en ambas economías deja poco espacio para el optimismo. Si el flujo comercial depende en alguna medida del dinamismo económico en cada país, la mayor dificultad que seguirán encontrando Colombia y Venezuela será como lograr alguna convergencia en el crecimiento y el comercio. Naturalmente, la interdependencia es una variable a favor de la convergencia, pero más allá de este elemento, es necesario que ambos países puedan avanzar en la profundización de las reformas. Colombia en especial debe superar delicados problemas políticos e institucionales, pero debe además atacar su problema fiscal pues esto no sólo le resta capacidad de ahorro a la economía, sino además es fuente de expectativa negativas. Venezuela debe hacer esfuerzos por aislar su economía de la volatilidad petrolera y debe profundizar importantes reformas que logren darle un impulso sostenido al sector no petrolero.

En el plano de la política cambiaria, la existencia en ambos países de un arreglo cambiario con base a un sistema de bandas (con parámetros más o menos similares) constituía un elemento que abría oportunidades para la coordinación. La experiencia de la comunidad económica europea así lo muestra. Pero aquí es necesario hacer notar que el sistema de bandas deja muchos grados de libertad como para que cada gobierno se desvíe de una acción coordinada. Un problema adicional es que en el pasado ambos países han seguido esquemas cambiarios disímiles como consecuencia de la formulación de objetivos de política distintos. Colombia iniciando la década le dio cierto acento al tipo de cambio en la lucha anti-inflacionaria cuando Venezuela utilizaba un régimen de crawling-peg intentando proteger el tipo de cambio de paridad. A partir del año 1994 Venezuela utilizaría el tipo de cambio como ancla nominal, mientras Colombia formalizaba el régimen de bandas cambiaria. Colombia, ha decidido ahora abandonar el régimen de bandas en un intento por bajar la carga sobre las tasas de interés y de reanimar el aparato productivo y Venezuela con mayor holgura en sus reservas internacionales sigue afianzada a la rigidez cambiaria. Es evidente que privilegiando objetivos de política distintos y bajo regímenes cambiarios disímiles la coordinación de políticas macroeconómica es una quimera.

El historial inflacionario en cada país deja ver la acumulación de importantes asimetrías. No es del todo atrevido decir que en Colombia la inflación ha sido moderada y estable (en comparación con Venezuela) por su mayor apego a la responsabilidad macroeconómica. Es indudable que Venezuela la inestabilidad de la tasa de inflación parece ser un síntoma no sólo de los desarreglos fiscales y monetarios provocados por los choques externos y una severa crisis financiera, sino tiene mucho que ver con la forma errática en que se ha manejado la política económica. Si bien la persistencia inflacionaria es un fenómeno común en ambas economías que es necesario indagar con mayor rigor, es bueno saber, hoy día, que las tasas de inflación parecen converger hacia niveles bastantes menores.

Tradicionalmente Colombia y Venezuela han sido vistos como países sometidos a los impactos de las bonanzas de productos primarios y minerales. En los años noventa; sin embargo, Colombia se presenta como un país más diversificado en su cesta exportadora. Ambos países han mejorado en su esfuerzo por promover las exportaciones no tradicionales, pero Venezuela aún manifiesta una alta vulnerabilidad externa producto de su alta dependencia petrolera. La existencia hoy día de mecanismos institucionales para aislar en lo posible a las economías de los choques externos, es un paso de avance para minimizar los efectos adversos en el comercio de la volatilidad externa. Falta ver si estas reglas son respetadas en Venezuela donde el recientemente creado Fondo de Estabilización Macroeconómica fue modificado a menos de un año de su aprobación para incorporarle mecanismos más discrecionales. La sostenibilidad del déficit en cuenta corriente debe ser el principal tema de preocupación en Colombia alrededor del sector externo. A lo largo de los noventa el superávit en la cuenta capital pudo financiar holgadamente el creciente déficit en cuenta corriente, pero será preciso ver como responderán los mercados externos a la difícil situación fiscal y real del país. En marcado contraste con Colombia, la cuenta capital en Venezuela está muy ligada al ciclo petrolero, y esto ha marcado en buena parte las dificultades por encontrar alguna convergencia cambiaria. Colombia experimentando una bonanza de capitales debe lidiar con una apreciación de su tipo de cambio real multilateral, pero debe enfrentar una apreciación aun mayor de su tipo de cambio real bilateral con Venezuela. El esquema de flotación recientemente adoptado puede revertir esta situación pero nunca es descartable que Venezuela deje correr su tipo de cambio como consecuencia de un ciclo petrolero adverso, una delicada situación fiscal y masivas fugas de capital.

En ambos países, la política monetaria enfrenta el clásico dilema de tener que propiciar la estabilidad inflacionaria con un régimen de cambio relativamente administrado. La inflación y la entrada de capitales fueron la fuente de problemas fundamentales para la política monetaria en Colombia. Colombia ha usado un variado menú de instrumentos de intervención para esterilizar la entrada de capitales, y de esa manera mantener un control del canal monetario que empuja la inflación al alza, pero hasta cierto punto la apreciación del tipo de cambio ha sido inevitable. Las presiones por la sobrevaluación no se dejan esperar y al soltar el tipo de cambio para contrarrestar la desalineación, el canal cambiario se activa. En parte Venezuela ha tenido que lidiar como ese mismo problema cuando ha estado sometida a los choques petroleros positivos. La bonanza debe ser esterilizada, pero para evitar una apreciación cambiaria excesiva, los títulos del Banco Central absorben la magnitud del ajuste, lo que hace elevar las tasas de interés e inducir las entradas de capital. Por si fuera poco, la experiencia reciente ha mostrado que la elevación de las tasas de interés en ambos países fragiliza con relativa rapidez al sistema financiero y esto constituye un problema de preocupación adicional para las autoridades monetarias. En perspectiva, lo que todos estos elementos parecen indicar es que es muy difícil coordinar el rumbo de la política monetaria en ausencia de armonización en otros frentes.

El déficit fiscal es un problema creciente en ambas economías. Colombia ha venido financiando la brecha parcialmente con endeudamiento interno y con ingresos no recurrentes provenientes de las privatizaciones y de los superávits de ciertos órganos descentralizados. El endeudamiento interno ha elevado las tasas de interés lo que impacta negativamente sobre el producto y el crédito del sector financiero. Aunque el nivel de arbitraje entre los activos financieros de uno y otro país no es conocido, una baja sustitución de activos propicia la divergencia entre tasas y la divergencia de otras variables macroeconómicas que acusan el impacto de las tasas. En Venezuela, el déficit estructural ha sido paliado por las bonanzas no esperadas en el ingreso fiscal petrolero. Eventualmente, en situaciones críticas cuando la bonanza ha cesado, el público ha estimado que la devaluación puede ser usada como una variable de cierre de la brecha fiscal. En esos casos, las tasas de interés son altas a fin de compensar las expectativas devaluacionistas. Si efectivamente se produce una política de ajuste cambiario para cerrar la brecha fiscal, ésta se traduce en una política de “empobrecimiento del vecino”. Dado que la estructura de gastos en ambos países acusa los efectos de la

descentralización y la rigidez de ciertas asignaciones legales, la posibilidad de alguna convergencia tendrá que venir en gran medida en cambios en la estructura de los ingresos (mucho más en Venezuela, que en Colombia). La estructura de ingresos fiscales en Venezuela dista aun mucho de la existente en Colombia por el peso que aun tiene el ingreso fiscal petrolero. Los ingresos fiscales en Colombia dependen mucho más del ciclo de actividad interna que en Venezuela. Pero esta situación ha venido cambiando y seguirá cambiando en el futuro. En el curso de la década Venezuela ha duplicado la recaudación fiscal no petrolera (como porcentaje del PIB) y las presiones por atraer mayores inversiones privadas en el sector de hidrocarburos ha planteado la necesidad de cambiar el régimen fiscal petrolero.

El desempeño del sector financiero es clave para la estabilidad macroeconómica en ambas economías, pero por otra parte el clima macroeconómico determina de igual forma el desempeño de la banca. La crisis financiera en Venezuela en 1994 y 1995 dejó muy claro que un ambiente recesivo, con tasas de interés reales muy altas e incertidumbre macroeconómica, deteriora la posición de los bancos. Si estos han estado expuestos a débiles mecanismos institucionales de regulación prudencial e incentivos perversos, la crisis es cuestión de tiempo y puede transformarse en crisis gemelas (crisis financiera y de balanza de pagos) con impactos negativos en los vecinos comerciales. Si bien Colombia y Venezuela han hecho esfuerzos recientes por mejorar la supervisión y la banca hoy día dispone del respaldo de la banca extranjera, aún persisten debilidades en la estructura institucional del sistema. Colombia ha mantenido un sistema financiero público ineficiente y de alto riesgo, y Venezuela no cuenta con mecanismos legales ni institucionales para enfrentar una crisis incluso de pequeñas magnitudes. La situación de aguda recesión y altas tasas ha traído una vez más al tapete nuevos riesgos de iliquidez o insolvencia en el sistema.

REFERENCIAS

- Banco de la República (1998) *Revista del Banco de la República*, Vol. LXXI, No. 845.
- Banco de la República (1998) Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Marzo.
- Caprio, G. and D. Klingebiel (1996) Bank Insolvency: Bad Luck, Bad Policy and Bad Banking, in Bruno, M. and B. Pleskovic, edc., *Annual Bank Conference on Development Economics 1996*, The World Bank
- Cárdenas, M y Steiner, R. (1997) El Flujo de Capitales Privados en Colombia, *Cuadernos de Economía*, No. 103.
- Cartaya, V., Paracare, E. y Zerpa, R. (1998) La Demanda de Importaciones por Sectores y Destino Económico, Banco Central de Venezuela, Serie Documentos de Trabajo, No. 18.
- Clemente, L. (1994) Crecimiento, Apertura Comercial y Desempeño Sectorial, UCAB-IIES, 1^{er} encuentro sobre Política Económica en Venezuela, Caracas.
- Correa, P. y Escobar, J. (1990) Radiografía de la Inflación Actual, *Coyuntura Económica*, Vol XX, No. 3
- Cubillos, R. (1996) Futuro de las Exportaciones a Venezuela, *Planeación y Desarrollo*, Vol 27, No. 1
- Demirguc-Kunt, A. and E. Detragiache (1997) The Determinants of a Banking Crises: Evidence from Industrial and Developing Countries, World Bank Policy Research Working Paper 1828, Sep.
- Dorta, M.; Guerra, J. y G. Sanchez (1997) Credibilidad y Persistencia de la Inflación en Venezuela, Banco Central de Venezuela, Serie Documentos de Trabajo No. 11.
- Fernandez, J. (1997) La Integración Colombo Venezolana y el Ambiente Macroeconómico, en *Agenda de Largo Plazo de la Relación Colombo Venezolana en el Marco de los Procesos de Integración Latinoamericanos y Hemisféricos*, Editado por M. Lanzeta, Tercer Mundo Editores, Bogotá
- García L., H. (1999) Reflexiones en Torno al Comercio Bilateral colombo-venezolano: Desafíos de la Integración Económica, UCV-FACES, Mimeo
- García, G.; Rodriguez, R.; Marcano, L.; Penfold, R. y G. Sanchez (1997) La Sostenibilidad de la Política Fiscal en Venezuela, *Revista BCV*, Vol. XI, No. 2
- García, G.; Rodriguez, R. y S. Salvato (1997) *Lecciones de la Crisis Bancaria de Venezuela*, Ediciones IESA, Caracas
- Guerra, J. y Sanchez, G. (1997) Una Década de Inflación en Venezuela: Un Estudio con Vectores Autoregresivos, en *Contribuciones al Análisis de la Inflación: Anotaciones para el caso venezolano*, Editado por L. Vera, FACES-EVE, Caracas
- IMF (1999) Colombia: Selected Issues and Statistical Appendix, IMF Staff Country Report No. 99/6, Washington, D.C.
- Kalmanovitz, S. (1999) Los Equilibrios Macroeconómicos y el Banco Central: El caso colombiano, Mimeo, Banco de la República.
- Kamas, L. (1995) Monetary Policy and Inflation under a Crawling-peg: Some evidence from VARS for Colombia, *Journal of Development Economics*, Vol. 46, No. 1
- Lecturas de Economía (1997), Perfil de Coyuntura, No.47.
- Mesa C., J.R. & García, J.J. (1996) Evolución Cambiaria y Tipo de Cambio Real en Colombia, *Lecturas de Economía*, No. 44
- Mesa C., J.R. (1997) Banda Cambiaria y Credibilidad en Colombia, *Lecturas de Economía*, No. 46
- Moreno, M.A. (1996) Venezuela: Déficit Fiscal e Inflación, en *Contribuciones al Análisis de la Inflación: Anotaciones para el caso venezolano*, Editado por L. Vera, FACES-EVE, Caracas

- Niculescu, I. y Puente, A. (1994) Relevancia de la Política Cambiaria en el Ajuste Fiscal y en el Control de la Inflación, Instituto de Urbanismo-UCV, Mimeo.
- Pardo, M. y Umaña, D. (1997) Situación Actual de las Economías de Colombia y Venezuela y la Viabilidad de la Profundización de la Integración Binacional en el Contexto Latinoamericano y Hemisferico, en *Agenda de Largo Plazo de la Relación Colombo Venezolana en el Marco de los Procesos de Integración Latinoamericanos y Hemisféricos*, Editado por M. Lanzeta, Tercer Mundo Editores, Bogotá.
- Vera, L. (1999) A Chronicle of a Latin American Country Financial Crash: The Case of Venezuela, in Stein, H. et al. ed. *Deregulation and Banking Crisis in Nigeria: A comparative study*, Basingstoke: Macmillan, (Forthcomming).
- Villamizar, H. (1997) Integración con Venezuela y Creación de Comercio, *Planeación y Desarrollo*, Vol. XXVIII, No. 2.
- Zambrano, L. (1994) Tipo de Cambio Real e Inercia Inflacionaria en Venezuela, Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales, Universidad Católica Andrés Bello, Caracas.