

LA PARADOJA CAMBIARIA DE VENEZUELA*

Humberto García Larralde
ESCUELA DE ECONOMÍA, UCV

Resumen:

Venezuela ha presentado un tipo de cambio sobrevaluado, conforme a la acepción de la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA) durante los años 1997-2001. No obstante, ha mantenido persistentemente una balanza comercial superavitaria durante este período. Ello constituye una paradoja cambiaria que desafía aparentemente la teoría económica. Se explica, empero porque los ingresos por exportación registrados son en buena parte renta captada a los consumidores foráneos de petróleo. Esta renta no es un ingreso de la producción y en realidad se asemeja a una transferencia unilateral positiva, aunque obligatoria. Al sincerar las cuentas externas, eliminando la renta como ingreso de exportación, desaparece la paradoja cambiaria, por cuanto la balanza comercial (sin renta) arroja saldos fuertemente deficitarios, sobre todo en condiciones de pleno empleo. Ello es consistente con el fuerte nivel de sobrevaluación alcanzado por el bolívar para los años 1998-2001 y con los altos índices de desempleo. Este esquema cambiario resultó insostenible y desembocó en una fuerte devaluación en el año 2002. No obstante, la inestabilidad política y la ausencia de políticas de apoyo al aparato productivo difícilmente permitirán mejoras importantes en la posición competitiva de empresas venezolanas. La inflación habrá de neutralizar buena parte del efecto de la devaluación. Los salarios no podrán evitar la pérdida de su poder adquisitivo.

El artículo examina brevemente los conceptos teóricos relevantes para una adecuada comprensión del problema planteado.

Palabras claves: Venezuela, rentas, sobrevaluación, tipo de cambio.

INTRODUCCIÓN

El tipo de cambio es una variable clave en la definición de las condiciones de equilibrio de una economía. Como uno de los precios básicos –al lado de la tasa de interés y el salario (y, para algunos, el precio de la energía)- el precio de la divisa tiene una incidencia directa en la determinación de los precios relativos de los distintos bienes, servicios y activos, cuya producción, usufructo o adquisición, constituyen el fin de los agentes económicos. En particular, un dólar barato incentiva la compra de bienes y servicios importados y la inversión en activos denominados en esa moneda. Lo contrario ocurre si el precio de la divisa es muy alto. Las expectativas adversas sobre la sostenibilidad de un tipo de cambio

* Este artículo forma parte de la tesis doctoral, "Política cambiaria, diversificación productiva y competitividad en Venezuela", presentado por Humberto García L. En el CENDES, UCV, para optar al título de Doctor en Estudios del Desarrollo.

pueden precipitar acciones que, de hecho, contribuyen a la devaluación de la moneda y la modificación de los precios relativos de la economía.

La desalineación del tipo de cambio, es decir, la desviación respecto de su valor de equilibrio, tiene innegables consecuencias, tanto sobre la actividad productiva (real) de la economía doméstica, como sobre las corrientes financieras entre ésta y el extranjero. En principio, las distintas acepciones teóricas coinciden en señalar que un tipo de cambio de equilibrio debe reflejarse a su vez en un equilibrio en los mercados de bienes y servicios (transables y no transables) como en el mercado monetario, en particular, en la expresión de este último en la cuenta de capital de la balanza de pagos. No obstante, en la práctica el comportamiento del tipo de cambio no siempre obedece a las variaciones de los agregados macroeconómicos que, según la teoría, deberían servirle de fundamento.

Desviaciones significativas de la tasa de cambio respecto de sus valores de equilibrio contribuyen a fomentar expectativas adversas en la medida en que se percibe que el valor de la moneda no pueda mantenerse en el tiempo. En Venezuela, estas expectativas han sido particularmente sensibles a las grandes fluctuaciones que ha experimentado su ingreso externo, sobre todo en la economía abierta de hoy. Esta vulnerabilidad externa ha dificultado la definición de lo que es el tipo de cambio de equilibrio y ha generado mucha controversia entre los economistas nativos. Las discrepancias resultan de estimar el valor de equilibrio del bolívar según distintas acepciones teóricas. Si bien en otras economías también pueden presentarse inconsistencias entre una u otra manera de medir el tipo de cambio de equilibrio, en Venezuela las diferencias se exageran por el peso preponderante que tiene la actividad petrolera en la obtención de ingresos externos por concepto de exportación. Ello ha permitido la coexistencia de un bolívar sobrevaluado en términos de la paridad del poder adquisitivo (PPA), con resultados superavitarios en la cuenta corriente de la balanza de pagos, durante buena parte de la última década. Esto parece contrariar la teoría, la cual asocia sobrevaluación con déficits en la balanza comercial. Los últimos gobiernos (Caldera y Chávez) han preferido desestimar los alegatos de sobrevaluación, a pesar de los perjuicios que ello ocasiona a las empresas manufactureras y a la agricultura, precisamente por la persistencia de estos superávits. Por otro lado, el resultado de las transacciones en la cuenta financiera o de capital ha sido rara vez positiva, aún en momentos en que los fundamentos básicos de la economía muestran resultados favorables. En tal sentido, la acepción de lo que es un tipo de cambio de equilibrio en nuestro país constituye un caso muy particular, que merece ser estudiado.

II. LA TASA DE CAMBIO REAL Y LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

El *Tipo de Cambio Real* (TCR) es una variable real, a diferencia del precio (nominal) de la divisa. La conceptualización del mismo suele referirse al poder relativo de compra externo que posee una moneda¹. Este poder de compra va a depender tanto de los niveles de precios internos y externos, como de la tasa nominal de cambio. Una primera acepción de TCR se basa en la *Paridad del Poder Adquisitivo* (PPA). Si se supone la ley de un solo precio, la ausencia de costos transaccionales y la existencia de arbitraje, el tipo de cambio nominal de equilibrio debe ser aquel en que el poder de compra externo de la moneda sea igual a su poder de compra interno (Cassel, 1922). Éste debe reflejarse en un equilibrio en la balanza comercial, siendo que no existe incentivo para preferir las compras en el extranjero sobre las nacionales (o viceversa). Si el poder de compra externo es mayor, la moneda se encuentra sobrevaluada al tipo de cambio nominal vigente y tenderá a presentarse un déficit en la balanza comercial. Si al revés, es superior el poder de compra interno, el precio de la divisa está subvaluando la moneda local y se generaría un saldo superavitario en las cuentas de comercio exterior. En términos algebraicos, la tasa de cambio real (TCR), vendría dado por:

(1) $TCR = e P^*/P$, donde:

e = Tasa nominal de cambio;

P^* = Precio internacional de una canasta standardizada de bienes y servicios en dólares (u otra divisa).

P = Precio doméstico (moneda local) de la misma canasta standardizada de bienes y servicios;

Esta interpretación compara los precios relativos internos y externos en una misma unidad de cuenta: la moneda local. Por ende, un TCR de equilibrio (TCRE) sería igual a la unidad, un cambio sobrevaluado inferior a uno y un cambio subvaluado superior a la unidad. Esta acepción, que se conoce como la hipótesis de la PPA absoluta, no es explícita respecto a las razones que podrían afectar la desalineación del tipo de cambio respecto de sus valores de equilibrio, limitándose a expresar la necesaria correspondencia entre el nivel de precios domésticos, el nivel de precios internacionales y el precio de la divisa. La hipótesis de la PPA absoluta tiene la limitación de referirse sólo a los flujos de aquellos

1 La literatura especializada distingue entre TCR externo y TCR interno, éste último basado en la relación entre precios de bienes transables y de bienes no transables en el mercado doméstico. Ver Banco Mundial, 1999, capítulo 2.

bienes y servicios que son transables -aquellos que se exportan y/o se importan- a una tasa de cambio dada².

De la ecuación (1) se desprende también que el TCR va a depender de la evolución de los precios dentro y fuera de la economía, como del precio de la divisa. Así, para conservar estable el TCR, el diferencial de inflación del país con sus principales socios comerciales debe ser compensado por modificaciones del tipo nominal de cambio. Una inflación interna mayor que la externa requeriría una devaluación de la moneda local en la misma proporción que este diferencial para no alterar el TCR³. Esto se conoce como la hipótesis de la PPA relativa. En este caso, como lo que interesa es comparar la evolución de los precios, tanto dentro como fuera de la economía, se suelen usar los índices de precios elaborados por cada país, basados en una canasta representativa de bienes y servicios. Estos índices suelen incorporar también a los precios de bienes y servicios no transables⁴, cuya evolución irá a afectar la competitividad de los bienes y servicios transables, en proporción a su peso en el costo de producción y comercialización de este último tipo de bienes. En este sentido, la acepción de la PPA relativa podría referirse a una canasta más representativa de bienes y servicios que en el caso de la PPA absoluta. Entre las desventajas de la PPA relativa, está que el cálculo referente a la desalineación del TCR, ya sea por

² Aun cuando, en principio, no existirían razones para no incluir en las canastas representativas de bienes a los bienes y servicios no transables, es difícil suponer que la Ley de Único Precio irá a funcionar en el caso de este tipo de bienes y servicios ya que, por definición, no hay competencia tras fronteras.

³ A partir de esta idea sencilla, se ha vuelto costumbre calcular las desviaciones del tipo de cambio de sus valores de equilibrio con base en la evolución de los índices de precio interno y externo, comparándola con las variaciones en la tasa cambiaria. Para ello, se suele ponderar los precios de los bienes externos con base en el peso relativo del país de origen en las importaciones de la economía doméstica.

⁴ Un bien o servicio no transable es aquel cuyo precio en bolívares es mayor que el precio vigente internacionalmente (FOB) a la tasa de cambio vigente, pero menor al precio de importación (CIF) con el pago de arancel. Muchos bienes no transables pueden convertirse en transables (y vice-versa) si la relación entre su precio doméstico y el precio internacional se modifica, como podría ocurrir con una alteración del tipo de cambio. Otros, como algunos servicios personales, difícilmente pueden llegar a ser transables por tener costos de transacción desproporcionadamente elevados.

sobrevaluación o por subvaluación, es respecto a un año (o mes) tomado como base, lo cual presupone obligatoriamente a un TCRE constante en el tiempo⁵.

Debe tenerse en cuenta que una modificación en el tipo de cambio no sólo va a afectar el saldo comercial entre los transables existentes, si no que va a modificar también la composición del consumo y de la producción entre bienes y servicios transables y no transables. Es de esperar que una moneda cuyo poder de compra externo equivalga al interno a la tasa de cambio del mercado, esté asociado a una relación balanceada entre exportaciones e importaciones. Conforme al conocido modelo de absorción (ver más adelante), esto debería indicar a su vez, un equilibrio entre oferta y demanda domésticas⁶. En razón de este enfoque, también puede explicarse el tipo de cambio real como la relación entre el precio de los bienes (y servicios) transables que determinan el saldo en las transacciones externas, con el de los no transables, que se reflejan en el equilibrio o la ausencia de él, en el mercado doméstico.

(2) $TCR = Pt/Pnt$, donde:

Pt = Precio de bienes y servicios transables; y

Pnt = Precio de bienes y servicios no transables.

De acuerdo a esta acepción, el TCRE no tendría por qué ser fija o inmutable, como se desprende del enfoque basado en la PPA relativa. Ello vendría dado por aquel valor de la moneda que es consistente con un equilibrio simultáneo

⁵ Adicionalmente, pueden señalarse las siguientes críticas: 1) Supone a la Ley de Único Precio, la cual no tiene por qué cumplirse, sobre todo en el corto plazo, dadas las diferencias en las tecnologías de producción usadas entre países y entre el patrón de gustos de sus consumidores; 2) Siendo que las canastas de bienes de consumo representativo son diferentes en cada país por razones históricas, culturales, económicas, etc., tampoco serán comparables los índices de precio ponderados para medir la paridad del poder adquisitivo de la moneda; 3) Si los costos de transacción evolucionan de distinta manera entre los países cuyos tipos de cambio se quieren comparar, ello habrá de distorsionar la interpretación de los cambios en el TCR; y 4) Que el año o mes de referencia a partir del cual se toman en cuenta las modificaciones en las variables sea realmente de equilibrio. Así, de acuerdo con el momento de referencia tomado, una apreciación de la moneda puede interpretarse como una agudización de su sobrevaluación con respecto al equilibrio; como una corrección de una situación de subvaluación; o como una transición desde una posición de subvaluación a una de sobrevaluación. Todo depende de la posición inicial que se considere de equilibrio. Para un resumen de estas críticas, ver, Isard, Peter, 1995, pp. 60-63).

⁶ Asimismo, conforme a la conocidísima Ley de Walrás, si el mercado externo se encuentra en equilibrio, también lo debe estar el mercado doméstico.

interno (mercado de no transables), como externo de la economía. La interacción entre variables reales y nominales, tanto de la economía doméstica como en los mercados internacionales, alteraría las condiciones en las que este equilibrio simultáneo es posible⁷.

El equilibrio en el mercado de transables se reflejaría, en principio, en una cuenta comercial externa balanceada, al igual que en la teoría del PPA. No obstante, en el tiempo debe tomarse en cuenta el saldo en la balanza de servicios factoriales, ya que ello es resultante de préstamos y/o inversiones foráneas (o del país en el extranjero) que aumentaron (o disminuyeron) la capacidad adquisitiva de los residentes durante el período considerado. Esta modificación en la capacidad adquisitiva doméstica, no sería más que el valor presente de los saldos futuros de la balanza de servicios factoriales. De ahí la referencia al saldo en la cuenta corriente –y no sólo a la balanza comercial- como expresión de las interacciones en el mercado de transables. Adicionalmente, es posible concebir un equilibrio intertemporal en la cuenta corriente, a pesar de que ésta sea deficitaria durante un período, si ello pueda financiarse con entradas sostenibles de capitales (Edwards, 1989)⁸. De ahí que las condiciones que determinan la sus-

⁷ De la discusión anterior puede desprenderse que las variables nominales que afectan el comercio con el extranjero –como la inflación interna, los cambios en el precio de la divisa y las variaciones en los precios de las exportaciones o de las importaciones (términos de intercambio)- así como las modificaciones en la economía real, como sería el caso de mejoras en la productividad relativa de la economía con respecto al resto del mundo, pueden modificar la composición del producto entre bienes y servicios transables y no transables en la medida en que se altera la tasa de cambio real.

⁸ El monto de financiamiento externo en un momento cualquiera P , equivalente al nivel de equilibrio de deuda externa de un país que los no residentes desearían poseer, dependerá de los diferenciales de tasas de interés, la percepción de riesgo-país, las expectativas cambiarias y del grado de apertura de la economía, entre otros. Si estas condiciones no varían, puede suponerse que la acumulación neta de financiamiento externo de equilibrio estará determinada por la tasa de crecimiento real g del PIB en el largo plazo:

$$(1) \quad \Delta P = gP;$$

Por otro lado,

$$(2) \quad \Delta P = \Delta R + DC;$$

donde, ΔR = acumulación de reservas internacionales; y

DC = déficit en cuenta corriente.

tentabilidad de una cuenta de capital superavitaria en un lapso determinado, también van a afectar la TCRE.

El mercado de no transables estaría en equilibrio cuando no evidencia inflación (o deflación) de precios.

Siguiendo a Edwards (1989), el TCRE va a depender de los siguientes *aspectos fundamentales* que regulan la relación entre una economía y el extranjero:

- *Incrementos en la productividad* de la economía relativos al resto del mundo;
- La variación en los términos de intercambio del país con sus socios comerciales;
- *Modificaciones en el régimen de comercio exterior* de bienes y servicios (aranceles, subsidios, restricciones no arancelarias, acuerdos comerciales, etc.) que afecten las relaciones económicas con el extranjero; y
- *Las condiciones existentes para atraer capitales foráneos de manera sostenida*, que estarían en función de las expectativas que se derivan de la exis-

Si se designa B como la balanza comercial = X - M, incluyendo servicios no factoriales, y r la tasa de interés (o de dividendos) pagados sobre el crédito (o la inversión) extranjero(a), entonces:

$$(3) \quad DC = B + rP;$$

Donde rP es el servicio de la deuda. Si no hay acumulación de reservas, entonces:

$$(4) \quad \Delta P = DC = gP$$

Es decir, el déficit sustentable de la cuenta corriente estará en función del monto de financiamiento externo de equilibrio P, multiplicado por la tasa de crecimiento real de la economía g, y:

$$(5) \quad B = (g-r)P;$$

Lo cual explica que, en equilibrio, el déficit comercial no puede superar la diferencia entre el crecimiento real del PIB g y la tasa de interés pagado sobre su deuda r, multiplicado por la deuda externa P. Es decir, siempre que la economía crezca más rápidamente que la tasa de interés sobre la cual paga sus deudas externas, puede mantenerse indefinidamente la sobreabsorción de los residentes mediante el financiamiento foráneo.

tencia o no de garantías jurídicas, de la fortaleza del sistema financiero, de la estabilidad macroeconómica, y del desempeño en el tiempo de los factores mencionados en los numerales anteriores que afecten la percepción de los rendimientos financieros y del 'riesgo-país';

Mejoras en cualquiera de las dos primeras variables mencionadas, por ejemplo, van a incidir positivamente en la cuenta corriente de la balanza de pagos y a encarecer comparativamente a los bienes y servicios no transables, apreciando al TCRE en condiciones *ceteris paribus* (efecto Balassa-Samuelson)⁹. Un régimen comercial protectorio permite la coexistencia de equilibrios externos con una moneda fuerte. Una entrada sostenida de capitales –la cuarta variable– permitirá financiar una sobreabsorción relativa durante períodos largos (ver más adelante). Por ende, desplazará al TCRE, apreciándolo.

El servicio no transable más importante es el que se deriva de la mano de obra¹⁰. De ahí que suele representarse también la tasa de cambio real como la relación entre la tasa de cambio (nominal) y el salario (Dornbusch and Helmers, 1988):

$$(3) \quad TCR = e/w, \text{ siendo}$$

w = salarios nominales.

Ello explica por qué una devaluación nominal no se traduce en una devaluación real si las reivindicaciones laborales logran contener la caída en el ingreso real mediante un incremento salarial (nominal) equivalente a la pérdida de poder adquisitivo ocasionado por la devaluación. Desde luego, la expresión (3) no es más que el inverso del salario expresado en moneda extranjera. De ahí que la comparación entre salarios en una misma divisa, dólares por ejemplo, suele ser utilizado también como una aproximación al comportamiento del TCR. En este sentido, una caída (subida) en el salario real promedio se asociaría, *ceteris paribus*, a una depreciación (apreciación) real. La disminución en los salarios reales

⁹ Una mejora en la productividad debería, en principio, afectar por igual al sector productor de transables y el de no transables, por lo que el precio de éstos no debería subir en comparación con el de los primeros. En la realidad, no obstante, muchas actividades no transables, como los servicios personalizados, son poco dados a procesos de mecanización y/o automatización y, por ende, a experimentar incrementos en su productividad.

¹⁰ Se refiere fundamentalmente a la mano de obra poco calificada y de calificación media, ya que en el caso de personal altamente calificado, este tiende a poseer creciente movilidad internacional.

ha permitido, en el caso de Venezuela, compensar en parte la apreciación del bolívar, sobre todo a partir de 1996 (García, H., 2001).

III. EL TIPO DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO Y LOS FUNDAMENTOS ECONÓMICOS

Desde Friedman (1953), las corrientes ortodoxas en el pensamiento económico vienen argumentando que las acciones especulativas en los mercados cambiarios cumplen una función eminentemente racionalizadora, corrigiendo los efectos distorsionantes que se supone genera la intervención del Estado sobre el comportamiento de los mercados. Se parte de que los desequilibrios en el comportamiento de los aspectos básicos o fundamentales de la economía implicarían una desalineación en el de tipo de cambio respecto a su valor de equilibrio. Entre los fundamentos cuyo comportamiento debería traducirse en desalineación del tipo de cambio, suelen mencionarse elementos propios de la actividad real, como lo es el cambio en el diferencial de la productividad doméstica con respecto a la de los principales socios comerciales, *shocks* tecnológicos o por cambios en los patrones de consumo en los mercados internacionales que modifican los precios relativos del país (términos de intercambio), o en variaciones en la percepción de rendimiento/riesgo de los activos nominales que suelen ser transados tanto fuera como dentro de la economía en consideración.

La capacidad de atraer ahorro externo en forma sostenida para financiar brechas en la cuenta corriente llevó a Edwards (1989) a incluirla entre los aspectos fundamentales que denotaban una sana posición de equilibrio. Siempre que, *ceteris paribus*, la economía crezca más rápidamente que la tasa de interés sobre la cual paga sus deudas externas, puede mantenerse en el tiempo una situación de déficit en la cuenta corriente –sobreabsorción– mediante el financiamiento foráneo (ver nota al pie No. 7). Se trata, en definitiva, de una medida de solvencia externa del país. Otra forma de plantear lo mismo sería afirmar que puede sostenerse la expansión del consumo y de la inversión por encima del ingreso que genera la economía en un momento dado, siempre y cuando se expanda luego la producción, la brecha entre ambos siendo financiada con ahorro externo. Esta entrada de capitales será sostenible en la medida en que exista confianza en que la producción crecerá a una tasa mayor que el aumento del servicio de la deuda¹¹. En la práctica ello implica que el país utiliza el ahorro externo para financiar la inversión productiva, bajo el supuesto de que podrá así

¹¹ En términos gráficos, se desplaza hacia afuera la frontera de posibilidades de producción en la medida en que se expande, delante de ella, la frontera de posibilidades de consumo.

aumentar sus exportaciones y revertir en el tiempo su déficit comercial¹². Por contraste, aquellas economías que piden prestado para sostener un nivel de gastos corrientes que no guarda correspondencia con su capacidad productiva estarán condenadas a sufrir la cesación de créditos más temprano que tarde y a sufrir un ajuste vía precios y/o vía ingresos que aliviase su desequilibrio externo.

La teoría convencional supone, siguiendo a Friedman, que los mercados cambiarios son eficientes, en el sentido de que hacen el mejor uso posible de la información disponible, y que los agentes económicos, al desatar un ataque en contra de una moneda, simplemente están poniendo de manifiesto el desequilibrio en los fundamentos de la economía en cuestión, lo cual requeriría de acciones correctivas. En el caso de la teoría del PPA, esta distorsión se manifestaría en un desequilibrio de la cuenta comercial de la balanza de pagos, lo cual implicaría, a su vez, una desalineación en la capacidad de compra externa de la moneda con respecto de su valor de equilibrio¹³.

IV. TIPO DE CAMBIO REAL Y LA ABSORCIÓN DOMÉSTICA

De acuerdo al conocido modelo de absorción y en términos de las relaciones básicas de la contabilidad social, el ingreso doméstico debe igualar al gasto en (absorción de) bienes y servicios:

¹² La capacidad de atraer capitales externos en el tiempo permite una tasa de cambio que, aún generando déficits externos en el corto plazo, expresa un equilibrio intertemporal de la cuenta corriente. Ello presupone incrementos sostenidos en la productividad relativa de economía. Fue precisamente la experiencia de Corea del Sur durante la década de los 60 y de los 70, período en el cual pudo pasar de ser un importador neto de manufacturas —equipos e insumos para la ampliación de su capacidad productiva— hasta transformarse en un exportador manufacturero neto capaz de mantener el servicio de su deuda en términos manejables.

¹³ El problema está en que, de acuerdo a la evidencia empírica, no siempre se constata una relación consistente, en el corto plazo, entre el comportamiento del tipo de cambio real, medido en términos de PPA, y la evolución de los 'fundamentos'. Ello tiende a limitar la capacidad predictiva de los economistas respecto a cuándo y contra cuál moneda puede ocurrir un ataque especulativo, y ha motivado una interesante discusión. Algunos analistas señalan que en el tiempo, el TCR, medido según la PPA, reflejaría los aspectos estructurales o de largo plazo de los fundamentos, con lo que las necesarios ajustes en la economía hacia el equilibrio se traduciría en una tendencia natural de largo plazo a que el TCR expresara, como promedio, también su valor de equilibrio (Stein, 1994).

$$(4) \quad \mathbf{PIB = Y = C + S + X = C + I + M};$$

por lo que la identidad:

$$(5) \quad \mathbf{S - I = X - M = 0},$$

expresará que el equilibrio interno ($S = I$) coincidirá con el equilibrio externo ($X = M$), suponiendo éste como referente a la balanza comercial (bienes y servicios no factoriales), donde:

- C = Consumo interno;
- I = Inversión interna;
- S = Ahorro;
- M = Importaciones, y
- X = Exportaciones.

Cuando el tipo de cambio se *desalinea* respecto a sus valores de equilibrio, la identidad anterior (8) tampoco permanece en equilibrio. Por ejemplo, los desajustes en la esfera monetaria de la economía, cuando no son compensados por cambios en el valor nominal de la divisa, distorsionan la relación externa que se deriva del comportamiento de las variables reales, como se explicó arriba. Verbigracia, los medios de pago podrían aumentar sin que ello correspondiese a una variación en la producción real de bienes y servicios, sobrevaluando la moneda, en ausencia de movimientos correctivos –depreciación o devaluación– en el tipo de cambio. Este incremento en los medios de pago puede atribuirse a cuatro fuentes de expansión monetaria, a saber:

- Presupuestos deficitarios financiados con emisión monetaria por parte del banco central (política monetaria acomodaticia);
- ingreso de capital extranjero que no añade capacidad productiva, fundamentalmente el llamado "capital golondrina";
- mejoras súbitas en los términos de intercambio que son monetizados en la economía doméstica; y
- políticas monetarias expansivas *per se*.

Un aumento en la capacidad de compra de la moneda que no corresponda a cambios en los aspectos fundamentales mencionados arriba, la sobrevalorará en un régimen de cambio fijo o de rezago cambiario, y ello posibilitará una absorción mayor de bienes y servicios –una *sobreabsorción*– de lo que permite la acti-

vidad económica real¹⁴. Esta capacidad incrementada de consumo e inversión domésticos debe ser financiada, por ende, vía entrada de capitales y/o disminución de reservas internacionales. Una moneda subvaluada se traduce en una situación de subabsorción, lo cual tiene como contrapartida una acumulación de reservas y/o una exportación de capitales.

En el caso de una situación de sobreabsorción, tenemos que:

$$(6) \quad C + I + M > C + S + X;$$

por lo que el exceso de inversión sobre el ahorro es igual al déficit en la balanza de bienes y servicios no factoriales:

$$(7) \quad I > S = M > X$$

Si se distingue entre sector público y sector privado, la identidad (8) puede escribirse como:

$$(8) \quad (G-T) + (I-S) = M-X, \text{ donde:}$$

G = Gasto público;
 T = Ingresos públicos (tributación); e
 $(I-S)$ se refiere al sector privado.

Si se supone que los mercados financieros tienden a equilibrar ahorro con inversión privados, los saldos negativos (positivos) de la balanza comercial estarían en relación con saldos deficitarios (superavitarios) de la gestión pública. Políticas fiscales deficitarias llevarían a un estado de sobreabsorción, reflejando la presencia de una moneda sobrevaluada. Los intentos de corrección de esta sobrevaluación estarían asociados, por ende, con la búsqueda del equilibrio (o de un superávit) fiscal.

Una de las características singulares de la economía venezolana de fin de siglo es que el bolívar manifiesta un poder adquisitivo externo propio de una moneda sobrevaluada, pero las transacciones de la balanza comercial tienden a revelar una situación de subabsorción. Ello se expresa internamente en una deficiencia de inversión con respecto al ahorro ($I < S$), reflejando desocupación de factores y desempleo (ver más adelante).

¹⁴ Es decir, una situación en la cual los niveles de consumo e inversión doméstica superan a la oferta interna de bienes y servicios y a la capacidad de financiar la importación de éstos vía exportaciones.

V. DIFERENCIA ENTRE SOBREVALUACIÓN Y APRECIACIÓN DE LA TASA DE CAMBIO REAL DE EQUILIBRIO

Cuando la fortaleza de una moneda se refleja en déficits crecientes en la cuenta corriente, ello puede generar expectativas de corrección (devaluación) cambiaria que disuaden el financiamiento externo. Si estos déficits no son sustentables, identifican claramente una situación de sobrevaluación cambiaria. La percepción de que un país no podrá sostener el valor de su moneda se asocia al hecho de que el servicio de la deuda, o el pago de rendimientos (dividendos) sobre las inversiones, tiende a peligrar porque crece más rápidamente de lo que crece la economía real (ver nota al pie No. 7). Es típicamente el caso de un país que utiliza el ahorro externo no para invertirlo, sino para financiar niveles artificialmente elevados de consumo (o para invertirlos sin apego a criterios de eficiencia). En tales condiciones, para evitar ataques especulativos que pongan en peligro los planes de desarrollo suele ofrecerse tasas mayores de interés, lo cual simplemente aumenta el servicio de la deuda hacia futuro. Si no se incrementa, *ceteris paribus*, la capacidad de exportar, debe procederse a los ajustes fiscales y monetarios pertinentes que propicien una realineación de la tasa de cambio, lo cual involucra, muchas veces, altos costos sociales.

Un ejemplo ha sido la sobrevaluación característica en los procesos de ajuste recientes de algunos países de América Latina, en los cuales los diferenciales de inflación con respecto a sus principales socios comerciales no se vieron compensadas por mejoras en la productividad o con devaluaciones de la misma proporción -bien sea porque la tasa de cambio se mantuvo fija, o porque la intervención del Banco Central y/o el influjo de capitales "rezagó" el ajuste en su precio. Ello afectó la competitividad de las exportaciones y de las actividades sustitutivas de importaciones por el encarecimiento, en moneda extranjera, de los salarios y de los demás insumos nacionales, transformando en importables muchos bienes y servicios producidos afuera que antes no eran competitivos en el mercado doméstico, y provocando con ello desequilibrios en la balanza comercial. El país está "sobreabsorbiendo" y requiere financiamiento (entrada de capitales) externo para sostener estos altos niveles de consumo e inversión.

De perpetuarse estos desequilibrios, el país tendrá que ofrecer una prima sobre los intereses internos que compense el riesgo de colocar fondos en su economía. No obstante, si no se introducen los correctivos macroeconómicos necesarios para equilibrar la cuenta corriente y/o no se materializan mejoras relativas en la productividad de las actividades domésticas, el problema tiende a agravarse en el tiempo: se acumula el pago de servicio de la deuda externa y/o la remisión de dividendos, profundizando el saldo negativo en esta cuenta. La actividad económica se resiente por el encarecimiento del crédito resultante de políticas monetarias en defensa del tipo de cambio y tiende a incrementarse la exposición a la presencia de capitales de corto plazo -"golondrinas". En la medi-

da en que exista la percepción de que el nivel de gasto doméstico no se compagina con el funcionamiento real de la economía –productividad, salario real, tasa real de interés, grado de protección, seguridad jurídica, etc.- habrá desconfianza por parte de inversionistas y/o prestamistas internacionales para seguir financiando el abultado nivel de vida de los residentes. Al cesar la entrada neta de capitales el déficit resultante en la Balanza de Pagos hace insostenible mantener el déficit en la balanza comercial.

Cuando el fortalecimiento de la moneda es resultado de incrementos sostenidos en la productividad, bien sea de un sector o de un grupo reducido de sectores, se está en presencia de una *apreciación de la tasa de cambio real de equilibrio*¹⁵. Igual que sucede con la sobrevaluación, se produce una migración de recursos hacia los sectores más productivos –en el caso de los transables- y hacia la producción de no transables, provocando efectos adversos en los demás sectores transables de baja productividad y competitividad. En este caso, sin embargo, las modificaciones en la estructura productiva tienden a ser permanentes –no hay devaluaciones correctivas que reviertan las señales de precio- y van acompañadas de mejoras sostenibles en el nivel del ingreso nacional que resultan de un uso más eficiente de los recursos con que cuenta el país.

Un caso particular lo constituye la llamada “enfermedad holandesa” (Corden y Neary, 1983). La apreciación provocada por la entrada súbita de una cantidad adicional de divisas da lugar, si se sostiene en el tiempo, a una distorsión en el patrón habitual de asignación de recursos a favor del sector productor de no transables. En este caso, ello denotaría una nueva posición de equilibrio, a pesar de que no guarda correspondencia con mejoras en la productividad relativa de la economía. Este fenómeno suele expresarse en efectos adversos sobre las actividades transables de menor productividad, provocados por un fortalecimiento de la moneda resultado de una transferencia súbita de recursos desde el extranjero¹⁶. Las más de las veces se trata de una percepción repentina de una *renta internacional* generada por las circunstancias en que son fijados los precios de los productos principales de exportación del país en los mercados mundiales.

¹⁵ Desde luego que una subida permanente en los aranceles o una entrada de capitales que se sostenga en el tiempo también producirían este efecto.

¹⁶ El modelo inicial de 'enfermedad holandesa' publicado en Corden y Neary, 1982, es sobre la base de tres sectores: uno transable que experimenta un incremento súbito de sus ingresos, otro sector transable 'normal' que se ve crecientemente desplazado por el atractivo del primer sector y por el incremento en los costos provenientes de sus insumos no transables, y un sector no transable que puede o no crecer dependiendo de si el efecto gasto es mayor o menor que el efecto de reasignación de recursos.

Los bienes transables domésticos tienen un precio límite en el nivel de precios internacionales y en los niveles de protección existentes, mientras que los bienes y servicios no transables pueden incrementar sus precios –ante incrementos de la demanda- ya que su oferta es bastante inelástica en el corto plazo. Este incremento en sus precios tiende a hacer más rentable, en términos comparativos, la producción de no transables, incentivando una reasignación progresiva de recursos a su favor en desmedro de la producción de transables de baja competitividad, lo cual tiende a hacer más elástica la oferta de bienes y servicios no transables en el tiempo. Una moneda fuerte reflejaría, en particular, salarios reales mayores, lo cual, junto al encarecimiento de los demás bienes y servicios no transables, afecta la estructura de costos de toda la economía. En estas condiciones, la economía –sector transable y sector no transable- se coloca ante el desafío de mejorar su productividad sobre la base del aprendizaje tecnológico, gerencial y comercial, aún cuando, no obstante, solo las actividades transables sean las que corren el riesgo de desaparecer por este incremento de costos, dada su pérdida de competitividad frente a las importaciones.

VI. LA RENTA PETROLERA

El concepto de *renta* se refiere a todo ingreso percibido por parte del propietario de un recurso por encima del costo de oportunidad¹⁷ de explotarlo en condiciones de competencia. En tal sentido, toma la forma de un beneficio extraordinario, en contraposición a lo que sería el beneficio ‘normal’ que reconocen los textos de microeconomía. Como quiera que en una economía competitiva la tasa de beneficios tenderá a igualarse, beneficios extraordinarios obedecerán a situaciones en las que la competencia se anula parcial o totalmente, resultado de la consolidación de privilegios no compartidos. Este es el caso de la explotación de posiciones monopólicas o del usufructo exclusivo de un recurso de mayor productividad o rendimiento, como sucede con las tierras particularmente fértiles. El aspecto importante a recalcar es que la renta constituye un ingreso que se deriva del precio a que se vende el producto o servicio elaborado con estos recursos por lo que no depende de sus condiciones productivas (Baptista, 1997a).

La anterior conceptualización tiene semejanzas con la que le diera David Ricardo (1973) a la renta diferencial, pero sin los ribetes referidos a la teoría del valor trabajo de este economista clásico. Es más, una lectura cuidadosa de los propios argumentos explicativos de Ricardo permite sustentar el concepto de

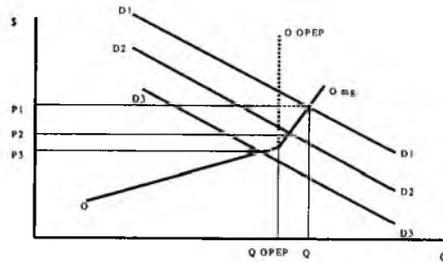
¹⁷ Este costo de oportunidad define, entre otras cosas, el beneficio mínimo exigido por el dueño de este recurso por utilizarlo en una actividad productiva particular, siendo que puede obtener igual retorno (al menos) de usos alternativos.

renta diferencial prescindiendo de esta teoría. Para este autor estaba claro que la renta no intervenía en el precio de los cereales o demás rubros agrícolas comercializados, es decir, las "energías originarias e indestructibles del suelo" (p. 51) no eran para él fuente de valor, sino que se derivaba del precio de venta del bien. Éste estaba determinado por la cantidad de trabajo requerido para su producción en aquellas tierras de menor fertilidad que eran necesarias cultivar para atender la demanda. Es decir, eran los incrementos en la demanda, frente a una oferta de tierras fértiles inelástica, lo que obligaba a la incorporación de tierras 'de segunda' para poder satisfacer al mercado y a pagar renta a los propietarios de las tierras de primera. Comoquiera que las utilidades del agricultor en distintas tierras tendían a igualarse –lo cual suponía implícitamente condiciones de competencia entre estos productores- todo ahorro de costo derivado del usufructo de tierras más fértiles correspondería al dueño de las mismas, no a quien las arrendaba para cultivar. Por el contrario, una disminución en la disponibilidad de tierras fértiles frente a una demanda que no varía pudiera obligar a la incorporación de tierras de menor rendimiento, generando por lo tanto renta a los propietarios de las primeras. Si bien Ricardo plantea el ahorro que proporciona el usufructo de las tierras más fértiles en términos de valor trabajo, el argumento es perfectamente asimilable en términos de costo. La renta diferencial, en este sentido, no sería más que la diferencia en los costos entre el productor marginal y aquél o aquellos inframarginales cuyos costos de producción son inferiores.

La última expresión es precisamente la explicación de las rentas petroleras en el mercado internacional. La reducción en la oferta de los productores de menores costos agrupados en la OPEP –inframarginales- permite la rentabilización en el margen de explotaciones de menor rendimiento y mayores costos. La diferencia de costos constituye una remuneración adicional a los propietarios del petróleo –o del subsuelo de donde se extrae- en este caso los Estados de los países de menor costo¹⁸. Cabe señalar, como lo ilustra el gráfico No. 1, que la magnitud de la renta no es el resultado de un mayor esfuerzo productivo. Por el contrario, la capacidad de extraer mayores rentas de los mercados internacionales a través de mayores precios del petróleo suele ser el resultado del cierre deliberado de capacidad productiva. En efecto, el incremento en los ingresos petroleros de Venezuela y de los demás países exportadores de petróleo entre 1998 y el 2000, por ejemplo, se origina en que la OPEP disminuyó su producción, no que la aumentó.

¹⁸ Es perfectamente factible que el propietario sea una empresa petrolera y que ésta sea la que usufructe la renta, si la legislación del país respectivo le reconoce la propiedad sobre este recurso.

Gráfico No. 1
INELASTICIDAD DE OFERTA Y RENTAS PETROLERAS



Un cartel como la OPEP, fija su oferta en el punto 'Q OPEP'. El aumento de la demanda por encima de esta cantidad tiene un efecto significativo en el precio, dado la baja elasticidad de la oferta (sólo los productores marginales no OPEP incrementan su producción o entran al mercado). En 'Q', una oferta solo ligeramente superior a 'Q OPEP', el precio P1 es bastante mayor que P3.

La realidad de la competencia monopólica (diferenciación de productos) y la inexistencia de perfecta movilidad de los factores productivos implicaría que toda industria moderna percibiría, entre sus ingresos, una proporción de renta. No obstante, esta renta se origina, las más de las veces, en el usufructo exclusivo de una innovación, pero esta exclusividad es constantemente abatida por las empresas rivales a través de la difusión de la innovación, el desarrollo de innovaciones competidoras, la pérdida del secreto industrial, el vencimiento de la protección de patentes, etc., y vuelta a construir, en un ambiente de feroz competencia. En este contexto, las magnitudes de esta renta suelen no representar mayores desviaciones en los ingresos de las empresas de lo que podría estimarse como 'beneficio normal' según la teoría microeconómica, ni son permanentes en el tiempo, por lo que se le conceptualiza más bien como una 'pseudorenta' innovativa. Como se verá más adelante, esto es un caso muy distinto al de la renta petrolera, cuya magnitud no guarda correspondencia alguna con un nivel 'normal' de beneficio y suele mantenerse por las condiciones del mercado petrolero internacional.

Cabe asignarle la figura de renta a una porción significativa de los ingresos que percibe el estado venezolano por la liquidación de un recurso de su propiedad en los mercados mundiales -el petróleo- a precios muy superiores a sus costos de producción, dando lugar a un ingreso extraordinario que no tiene contrapartida en producción adicional alguna. Estos precios se explican tanto por las acciones monopólicas que promueve la OPEP, como por la ineficiencia comparativa de los productores marginales domésticos en EE.UU., legitimados por los remanentes de una política de 'seguridad energética' en ese país. Estas rentas

pueden ser muy significativas, sobre todo para los productores de más bajo costo y ejercen, por ende, un poderoso atractivo para la acción especulativa, generando un mercado mundial altamente sensible e inestable.

Como este ingreso por captación de rentas en los mercados mundiales no depende de la producción petrolera, bien pudiera considerarse como una transferencia de recursos a Venezuela, sin contrapartida, y no como un ingreso por exportación. Pero a diferencia de una entrada de capitales, se asemejaría a una transferencia unilateral, pues no genera obligaciones, como pago de intereses, dividendos y amortización, como si ocurre con el influjo de capitales¹⁹.

VII. LA PARADOJA CAMBIARIA DE LA RENTA PETROLERA

Si la percepción de esta renta se extiende en el tiempo, como ha sucedido con el ingreso petrolero en Venezuela, plantea una situación que parece violar la relación que establece la teoría entre tipo de cambio real y absorción doméstica. La persistencia de superávits en la cuenta corriente pareciera indicar una moneda subvaluada, pero el poder de compra externo de la moneda es mayor del que se desprende de las actividades económicas internas –incluyendo petróleo– sin renta. En términos de la PPA hay una apreciación evidente del TCR que se mantiene en el tiempo –como si se apreciara el TCRE– pero ello no refleja ganancias de eficiencia, como sería el caso de mejoras en la productividad comentadas arriba. Asimismo, el superávit externo es acompañado, *ceteris paribus*, por una situación de desequilibrio en el mercado de no transables que se refleja en una inflación persistente. La anomalía se explica porque la relación cambiaria no refleja sólo las productividades relativas de Venezuela con el resto del mundo, sino también el peso de la enorme *renta* asociada a la venta internacional del petróleo.

Si bien la fortaleza de la moneda proveniente de la percepción de rentas externas podría significar una mejora en el nivel de ingreso real de la población, sobre ésta pende la alta vulnerabilidad asociada a las condiciones inestables en que se generan estas rentas. Ésta se ha expresado históricamente en Venezuela –tan dependiente de los ingresos externos petroleros– en la fluctuación cíclica de sus términos de intercambio, lo cual repercute en un alto grado de inestabilidad macroeconómica. Como resultado los agentes económicos acortan los hori-

¹⁹ Como se argumenta más adelante, esto implica que la renta es una forma de captar el ahorro de no residentes, es decir, ahorro externo.

zontes temporales para la toma de decisiones y se disuade a la inversión productiva, atentando así contra las posibilidades de desarrollo futuro del país.

Como bien lo señala Baptista (1997a), la renta provee un poder adquisitivo externo que no tiene contrapartida en capacidad productiva doméstica. No obstante, de no modificarse las condiciones reales en que opera la economía (incrementos de productividad o en los niveles de protección) muchas actividades transables tenderán a sucumbir ante los menores precios de las importaciones. *De esta manera, el poder de compra externo que otorga la renta petrolera no se suma al que es creado por las actividades domésticas sino mas bien lo sustituye o desplaza.*

En las siguientes ecuaciones se busca hacer explícito el efecto de las rentas petroleras en la capacidad de absorción de la economía venezolana.

Con un tipo de cambio que equilibrara la balanza de bienes y servicios no factoriales, se tendría que:

$$(9) \quad X_{pet} + Rent_{pet} + X_{np} = M, \text{ siendo:}$$

M = valor de las importaciones;

X_{np} = valor de las exportaciones no petroleras;

X_{pet} = valor de las exportaciones petroleras al costo, incluyendo ganancia 'normal'; y

$Rent_{pet}$ = *renta captada por la venta del petróleo en el mercado internacional.*

De lo anterior se desprende que:

$$(10) \quad Rent_{pet} = M - (X_{np} + X_{pet})$$

Es decir, una tasa de cambio que equilibrase la balanza comercial implicaría una importación de bienes y servicios que superaría a las exportaciones no petroleras y a las exportaciones petroleras al costo, en un monto equivalente a la renta petrolera.

Este "exceso" de importaciones equivaldría, en volumen, a $Rent_{pet}/P_m$, donde:

P_m = precio (promedio) de bienes y servicios importados (CIF);

Si integramos el análisis anterior con la ecuación (5) que describe equilibrio en el modelo de absorción, debería ocurrir que:

$$(11) \quad S - I = (Xnp + Xpet) + Rentpet - M = 0$$

No obstante, este equilibrio es falso. En ausencia de aranceles y otros costos transaccionales, el volumen adicional de importaciones financiadas por la renta petrolera desplazaría, *ceteris paribus*, toda aquella producción doméstica de transables cuyo precio fuese superior al del bien o servicio similar importado (*pmi*). Como quiera que la mayoría de los factores son sector-específicos²⁰ y existen significativas rigideces en la oferta de bienes y servicios no transables²¹, ello se traduce en desempleo. Se produce la aparente incongruencia de que el equilibrio en la balanza comercial coexiste con el desempleo doméstico, es decir, con la existencia de recursos ociosos ($S > I$).

Debe recordarse que la mayor demanda proveniente de la renta internacional aumenta los precios de los bienes y servicios no transables, dada su baja elasticidad de oferta en el corto plazo. El componente no transable en la estructura de costos de los bienes y servicios transables hace que estos sean relativamente más caros (en ausencia de mejoras compensatorias en la productividad) y reduce su competitividad frente a las importaciones. Los costos de transacción y la protección arancelaria neutralizan en algo la mayor competitividad de las importaciones pero las magnitudes de la renta que capta Venezuela y, por consiguiente, el grado de apreciación real del bolívar, tiende a producir una situación en la que una parte importante de la industria, la agricultura y de los servicios (transables) sigan estando en desventaja. Ello es todavía más cierto si se considera la ineficiencia del gasto público, componente no transable en los costos de cualquier empresa, que se traduce en un encarecimiento adicional significativo²². Junto con un ajuste macroeconómico de carácter contractivo, lo anterior se expresa en una reducción de la rentabilidad de las actividades productivas y, por lo tanto, en una merma de oportunidades de inversión. Se genera un exceso de ahorro por sobre la inversión y una balanza comercial –incluyendo

²⁰ Es decir, no hay perfecta movilidad de factores entre sectores productivos.

²¹ Debe mencionarse el empeño de los trabajadores –nunca del todo exitoso- por evitar la caída de sus salarios reales ante la inflación, así como la actividad especulativa asociada a la oferta de inmuebles.

²² Los industriales, al referirse a la baja calidad de los servicios públicos, la inseguridad personal y jurídica, la insuficiencia y el deterioro de la infraestructura (carreteras, almacenes, puertos), así como a los trámites engorrosos y la corrupción, lo denominan el “costo Venezuela”. Es de presumir que otros países de América Latina sufran igualmente del mal desempeño de sus sectores públicos respectivos, pero es notoria la pérdida de capacidad de gestión del Estado en Venezuela durante los años '80 y '90.

renta- superavitaria, a pesar de la sobrevaluación del bolívar. Es decir, la relación entre los balances (reales) externo e interno refleja una situación keynesiana de subempleo.

La variación de los precios relativos en contra de los bienes y servicios transables, inducida por la captación de importantes rentas en el mercado petrolero internacional, imposibilita, *ceteris paribus*, el pleno empleo de los recursos productivos. Es decir, la economía venezolana no puede disfrutar a plenitud del poder adquisitivo adicional que proporcionan estas rentas. Parte importante de éstas –la que no puede ser absorbida internamente por la ausencia de oportunidades de inversión y por la consecuente caída del consumo- sale por concepto de pago de intereses (y dividendos) sobre la deuda (y la inversión) externa, como fuga de capitales por la cuenta de capital de la balanza de pagos y/o engrosa las reservas internacionales²³. Esto explica la tendencia “estructural” que exhibe Venezuela en los '90 de arrojar persistentemente superávits en la cuenta corriente y déficits en la cuenta de capital²⁴.

Por otro lado, si se fijara el tipo de cambio para que reflejara la paridad entre los poderes adquisitivos externo e interno del bolívar, las importaciones reflejarían sólo el valor de las exportaciones domésticas de transables, incluyendo petróleo a precio de costo (es decir, excluyendo renta), y se presentaría, por fuerza, un superávit en la balanza comercial (bienes y servicios no factoriales) en un monto equivalente a *Rentpet*.

$$(12) \quad X_{pet} + X_{np} = M, \text{ y}$$

$$(13) \quad B = X - M = Rentpet = S - I > 0, \text{ donde:}$$

B = Balanza comercial; y

X = $X_{pet} + X_{np} + Rentpet$.

por lo que:

²³ En Venezuela, adicionalmente, las transferencias unilaterales suelen arrojar saldos negativos.

²⁴ Desde luego la amortización de la deuda externa tiende a hacer negativa la cuenta de capital. No obstante, Venezuela capta inversiones dirigidas al sector petrolero y, en menor medida hacia las telecomunicaciones, la minería, la industria y el comercio que, en una economía pujante, deberían compensar estos pagos. Empero, esta cuenta también registra una incesante salida de capitales referidas a las inversiones en cartera y por un incremento de activos privados en el extranjero (BCV, página web www.bcv.org.ve).

(14) $SC = Rentpet - rP + tu$, donde:

SC = Superávit en cuenta corriente;

rP = Pago de intereses (dividendos) sobre deuda (inversión) externa, igual a la balanza de servicios factoriales; y

tu = transferencias unilaterales

La ecuación (13) significaría una situación de subabsorción, según la cual el gasto doméstico en inversión y consumo es inferior al ingreso que perciben de la actividad productiva los residentes del país, incluyendo las rentas externas. Desde el punto de vista de la PPA, empero, el bolívar reflejaría un equilibrio. En este sentido, las actividades transables distintas del petróleo no estarían en desventaja frente a las importaciones y la expansión de estas actividades podría lograr el pleno empleo de los recursos productivos domésticos ($S = I$). Como en el caso anterior (11), se presenta una incongruencia que viola la identidad de la ecuación (13). ¿Hay o no un exceso de ahorro? ¿A qué se refiere el superávit de la cuenta corriente reflejada en la ecuación (14)? ¿Por qué no habría necesariamente desempleo?

La razón de la aparente paradoja que encierran las ecuaciones (11) y (13) está en que **la renta constituye, en realidad un recurso externo** captado por el sobreprecio que se le cobran a los consumidores foráneos de petróleo. Es decir, no forma parte de los ingresos que genera la actividad productiva doméstica, como bien lo ha contabilizado Asdrúbal Baptista en sus "Bases Cuantitativas de la Economía Venezolana" (1990). Por ello, es una ficción contable incorporar la renta como un ingreso por exportación. Si la renta se ubica como una transferencia unilateral –que es lo que en realidad es– desaparece la paradoja del sector externo venezolano. A diferencia de las remesas que voluntariamente pudiesen enviar ahorristas extranjeros al país, la renta es resultado de una imposición que obliga a los extranjeros a desembolsar una mayor proporción de sus ingresos por el petróleo. De acuerdo con esta conceptualización se aclaran las condiciones de equilibrio:

(15) $X_{pet} + X_{np} - M = 0 = S' - I$; donde:

S' = ahorro doméstico = $S - Rentpet$.

Ello hace posible identificar un TCRE asociado a equilibrios simultáneos en la balanza comercial y en el mercado doméstico, como predice la teoría, pero coexistiría con un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, atribuible a las rentas petroleras, que ahora se contabilizarían como transferencias unilaterales:

(16) $SC = tu - rP = Rentpet - rP$

Sin embargo, como ocurre con el ingreso de capitales al resto de las economías latinoamericanas, estas transferencias corrientes sobrevalúan la moneda²⁵ y aumentan la capacidad de importación de la economía. Aparecen así asociadas –al sincerar el registro contable– con una situación de sobreabsorción, como indicaría la teoría, es decir, con una balanza comercial negativa:

$$(17) \quad X_{pet} + X_{np} < M$$

Como se explico arriba, la sobrevaluación desplaza actividades transables de menor productividad, por lo que se produce un alto nivel de desempleo en estas actividades. No obstante, el rezago cambiario y la inflexibilidad de los precios domésticos, junto a las rigideces en la oferta de bienes y servicios no transables comentadas arriba, dificultan la reasignación de recursos hacia la producción de estos últimos. Aumentan los recursos ociosos, lo cual deprime la demanda agregada interna y ocasiona altos niveles de desempleo en ambos sectores²⁶. El déficit en la balanza comercial (sin renta) coincide, en este caso, con recursos ociosos ($S' > I$).

Parte de las transferencias unilaterales conformadas por las rentas petroleras financian la brecha comercial –ahora sinceradas por la exclusión de estas rentas²⁷. El monto remanente no es absorbido por el consumo o la inversión doméstica sino que sale, junto al exceso de ahorro doméstico, para pagar el servicio de la deuda, como fuga de capital o para aumentar las reservas internacionales. La incapacidad por usufructuar plenamente la renta petrolera sólo es superable –en las actuales condiciones de apertura económica– si se aumenta la

²⁵ Quizás el ejemplo más parecido a Venezuela sería el de El Salvador, que percibe cuantiosas transferencias unilaterales de sus nacionales emigrados a los EE.UU.

²⁶ Paradójicamente, la búsqueda de los equilibrios macroeconómicos en estas condiciones por parte de los últimos dos gobiernos (Caldera y Chávez), han contribuido a aumentar aun más el desempleo (ver “trampa macroeconómica”, más adelante).

²⁷ En la medida en que los cuantiosos ingresos provenientes de la captación de rentas por la venta de petróleo en los mercados petroleros internacionales se monetizan vía gasto público y, en menor medida, por los gastos domésticos de la propia industria, sobrevalúan significativamente el bolívar²⁷. La identificación de estas rentas como una transferencia unilateral, distinta de los ingresos por exportación, permite apreciar la relación entre sobrevaluación y sobreabsorción que señala la teoría. No obstante, las prácticas contables convencionales no discriminan las rentas y las incluyen como componente de las exportaciones. Esto ha llevado a algunos economistas a disputar la afirmación de que el bolívar está sobrevaluado con base en los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos (Rodríguez, F., 2000).

productividad de las actividades domésticas en comparación con la de los principales socios comerciales, se reducen los salarios reales para compensar la pérdida de competitividad y/o se devalúa o deprecia en términos reales el bolívar²⁸.

La economía venezolana, durante los '90, se ha visto sometida a esta compensación o trueque (*trade-off*) entre pleno empleo con exportación de capitales, por un lado, y usufructo pleno de las rentas pero con desempleo, por el otro. Como se acaba de explicar, la pretensión a favor de un tipo de cambio que arroja un saldo nulo en la cuenta corriente conforme a la contabilidad tradicional (que incluye a las rentas como ingreso por exportación), genera efectos microeconómicos adversos sobre las capacidades competitivas de la mayoría de actividades transables. Dada la imposibilidad práctica de regresar al proteccionismo de antes debido a los compromisos asumidos con la OMC y con los acuerdos de integración en un mundo globalizado, la única salida a la planteada es una mejora progresiva en la productividad de la economía venezolana no petrolera. Ello requiere de reformas estructurales en el estado venezolano y la instrumentación eficaz de una política industrial inteligente.

Una metodología en principio sencilla, permite estimar las magnitudes de la renta que capta Venezuela en los mercados internacionales. El BCV publica las cifras referentes a los componentes del producto de la actividad petrolera. El excedente de explotación, una vez deducida la remuneración a empleados y obreros, y el consumo de capital fijo, ha superado el 86% del PIB petrolero total durante los últimos 30 años. Es obvio que dicha cifra representa una ganancia bruta desproporcionada en cualquier negocio. Si se supone que un beneficio bruto "normal" a la actividad petrolera venezolana, equivaldría más o menos al 15% sobre el capital²⁹, una vez sustraída esta variable del excedente de explota-

²⁸ En el año 1978, el desempleo llegó a ser sólo del 4,3% según el BCV, sin que existan razones para argumentar que ello se debió a mejoras en la productividad doméstica. La explicación está en las fuertes barreras proteccionistas que aislaron a la producción interna de la competencia de las importaciones. El mayor precio de los bienes internos se reflejaría en una moneda sobrevaluada, de acuerdo a la teoría de la PPA, pero los saldos de la balanza comercial indicarían, de acuerdo a la acepción del TCR basada en las relaciones de precio de los bienes y servicios transables con los no transables (Pt/Pnt), que la tasa de cambio estaría cerca del equilibrio.

²⁹ Esta tasa de ganancia es superior, en promedio, a la que presenta Asdrúbal Baptista (1991: 137) al referirse a la tasa de beneficio, antes de impuestos, del capital petrolero en los EE.UU., entre los años 1929 y 1988. En efecto, Baptista registra cifras que varían entre un máximo del 20% en 1948 a tasas negativas (-0,93 y -3,19) en los años 1931 y 1932. La tasa de beneficio promedio para todo el período es del 10,3%.

ción, el resto sería renta, es decir, una ganancia extraordinaria que no se origina en la producción.

A pesar de que el cálculo de la renta así descrito parece no tener complicaciones, en realidad plantea varios problemas. El primero se refiere a cómo estimar el monto del capital con base en el cual puede calcularse este beneficio "normal". El BCV publicó cifras referentes al patrimonio de la industria petrolera sólo hasta 1996. PDVSA, por su parte, publica las cifras correspondientes a la empresa, pero éstas responden a artificios contables que guardan poca relación con el verdadero valor de la empresa. En efecto, los valores del patrimonio de la empresa que publica PDVSA en dólares en sus balances generales consolidados, no corresponden a las cifras que lleva en bolívares, dada la tasa de cambio promedio vigente para cada año³⁰. Esto parece originarse en problemas de registro del valor de reposición del capital con distintas fechas de antigüedad, en bolívares y en dólares. En todo caso, como PDVSA no se cotiza en el mercado, las cifras de patrimonio que publica la empresa, como aquellas que lleva el BCV en sus cuentas nacionales, se deben a procedimientos contables que no tienen por que reflejar el valor de la industria. Más bien, parecen subestimar significativamente este valor. En la tesis doctoral (García, H., 2002) se hicieron varios cálculos de Valor Presente Neto (VPN) de los beneficios petroleros futuros como expresión del valor de mercado de la industria petrolera venezolana, tomando en cuenta tasas de descuento del 7%, del 10% y una tasa del 10% y luego ascendente después del año 10. Asimismo, se hizo el cálculo con base en la nueva legislación petrolera que contempla un ISLR de 50% y una regalía del 30%, y también de acuerdo a la legislación anterior (66.67% ISLR y regalía del 16,67%). Con base en las cifras del BCV y las proyecciones para el 2009 contenidas en el Plan Corporativo de PDVSA (2000) y otros supuestos para años posteriores, ello permitió tomar como valor central aproximado del capital de PDVSA para el año 2000 la cifra de USA \$ 50.000.

El cálculo de la renta para los años que van desde 1968 a 1999, suponiendo un capital de USA \$ 50 millardos para el 2002 plantea, empero, un segundo problema, ¿Cómo calcular el capital para años anteriores al 2002? Se supuso que el valor que registra el BCV para el patrimonio de la industria en 1976 corresponde al valor de mercado de las instalaciones petroleras que revirtieron, por ley, a propiedad de la nación, por cuanto dicho valor se correspondería con el monto con que hubo que indemnizar a las empresas transnacionales. Los años anteriores a 1976 también se tomaron como expresión del valor de mercado de

³⁰ Por ejemplo, para 1999, la tasa de cambio implícita en los registros del patrimonio de PDVSA en USA \$ y en bolívares, era de apenas 329 bolívares por dólar.

la industria. A partir de 1976, se calculó el incremento en el capital con base en la acumulación de capital fijo que puede estimarse con base en las cifras del BCV sustrayendo de la Formación Bruta de Capital Fijo, el Consumo de Capital Fijo año a año. Ello arrojó una cifra para el capital de la industria petrolera en 1999 de USA \$ 57.590,2 millones, similar al VPN representativo calculado. Por esta coincidencia, se decidió utilizar la serie construida con base en los incrementos netos de capital fijo a partir del valor patrimonial que registraba la industria petrolera de 1976, como una representación del monto de capital para cada año de ese período³¹. Con estos valores de capital, pudo calcularse el beneficio "normal" entre 1968 y 1999 y, por diferencia con el excedente de explotación, la renta petrolera (García, H., Tesis Doctoral, 2002). El resultado de este cálculo es que la renta constituyó, en promedio, un 60,2% del PIB petrolero durante el lapso comprendido entre 1968 y 1999³².

Gráfico No. 2



FUENTE: BCV y cálculos propios.

³¹ Este cálculo lleva, no obstante, a una relación muy baja entre capital fijo acumulado (stock) y consumo de capital fijo, si se respetan las cifras que registra el BCV de esta última variable.

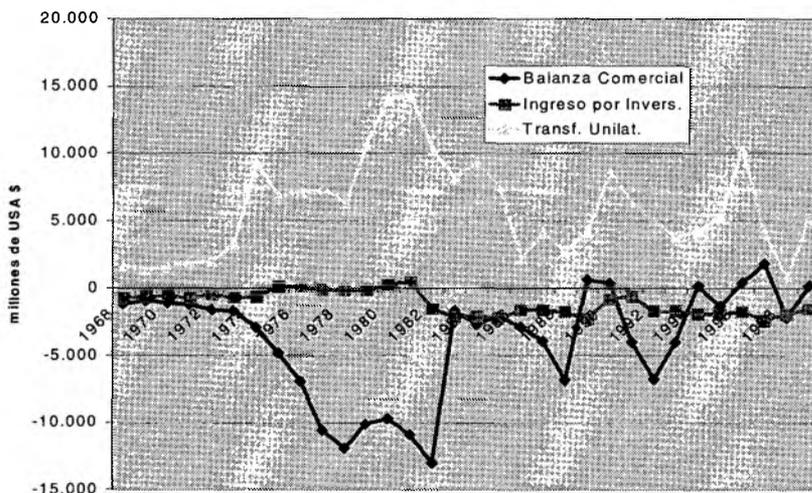
³² Este porcentaje coincide, en orden de magnitud, con la contabilidad desarrollada por Asdrúbal Baptista para distinguir el aporte de la renta petrolera en el PIB de Venezuela. Según los registros presentados por este autor, durante los 20 años que van de 1975 a 1995, la renta promedió un 63.2% del producto bruto de la industria (Baptista, 1997b) o un 12.7% del PIB promedio (incluyendo renta, o 'rentístico') de la economía venezolana.

VIII. UNA SINCERACIÓN DE LAS CUENTAS EXTERNAS VENEZOLANAS

La tendencia a arrojar déficits en la cuenta de capital en la medida en que arroja, asimismo, superávits en la cuenta corriente constituye una singularidad de Venezuela en el concierto de naciones medianas y grandes de América Latina durante los años 90. Como se examinó arriba, la presencia de saldos positivos en la balanza comercial, a pesar de la fuerte sobrevaluación del bolívar, se debe a una ficción contable, que incluye la captación de ahorro externo en la forma de rentas, como componente de los ingresos por exportación.

Gráfico No. 3

**VENEZUELA:
Cuenta Corriente con Renta como Transferencia,
1968-1999**



FUENTE: BCV y cálculos propios (ver cuadro en el anexo).

En el Gráfico No. 3, se registró la renta como una transferencia corriente y no como componente de los ingresos por exportación- junto a la balanza de servicios factoriales (ingreso por inversiones) y la balanza comercial (ahora sin renta). Puede apreciarse que la balanza comercial –que comprende el saldo en bienes y en servicios no factoriales- resulta negativa durante casi todos los años del período reseñado (1968-99). Con ello queda develada la paradoja cambiaria a que se hizo referencia arriba, pues el bolívar sobrevaluado coincide ahora con una balanza comercial negativa (sobreabsorción). No obstante, en los años

1989, 90, 94, 96, 97 y 99, esta cuenta arroja saldos positivos, aunque de pequeña monta. ¿Significa que en estos años el bolívar estaba en su valor real de equilibrio o ligeramente subvaluado? Tanto en 1989 como en 1994 y en 1996, hubo una fuerte devaluación que ha podido eliminar la sobrevaluación del bolívar. Este efecto se ha podido haber arrastrado a 1990 y a 1997, respectivamente. Por otro lado, en 1999 la caída en el PIB del 7,2% se reflejó en una fuerte caída de las importaciones, lo cual explicaría el saldo positivo en la balanza comercial reseñada, conforme a la metodología usada.

La existencia de niveles variados de desempleo durante el período considerado hace menester preguntarse cómo hubiese sido el saldo en la balanza comercial de haber privado una utilización plena de los recursos. En este caso, *ceteris paribus*, se esperaría una mayor absorción de bienes y servicios foráneos (importaciones) como de re-absorción de los nacionales que, de otra manera, se hubiesen exportado, por lo que la balanza comercial habría de aparecer con mayor deterioro. Se hizo una estimación de los componentes de la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos de haber privado una situación de pleno empleo en cada uno de los años reseñados (ver metodología en el anexo). Por pleno empleo se consideró la cifra de desempleo de 4,3%, alcanzada en Venezuela en el año 1978³³. El Gráfico No. 4 muestra los resultados de estas estimaciones, evidenciando que en todos los años de la serie la balanza comercial (sin renta) – de pleno empleo- sería negativa. Ello hace presumir que, durante todo el período entre 1968 y 1999, el bolívar estuvo sobrevaluado.

Cabe recoger de estos gráficos, empero, la magnitud de las transferencias corrientes, incluida la renta que se extrae de los consumidores extranjeros. Durante la década de los '90, la renta sumó USA \$54.909 millones, una cantidad equivalente al 41,3% del producto y un 40% del valor de las exportaciones de petróleo durante ese período. Con respecto al producto total de la economía (PIB), la renta significó un 7,68% en todo el lapso. Como se ha analizado, ello representa un enorme poder de compra de la economía venezolana, sin contrapartida en la producción doméstica. En términos relativos, esta entrada de recursos supera ampliamente los ingresos netos de capitales para las economías de México, Chile y Perú, y todavía mayor que en los casos de Argentina, Brasil y Colombia para ese mismo período (BID, años varios). Estos países, sobre todo México previo a 1995, y Argentina, Perú, Colombia y Brasil luego, han sido señalados como víctimas de una fuerte sobrevaluación de sus respectivas monedas, asociadas a este influjo de capitales. Por lo tanto, cabría suponer que el efecto

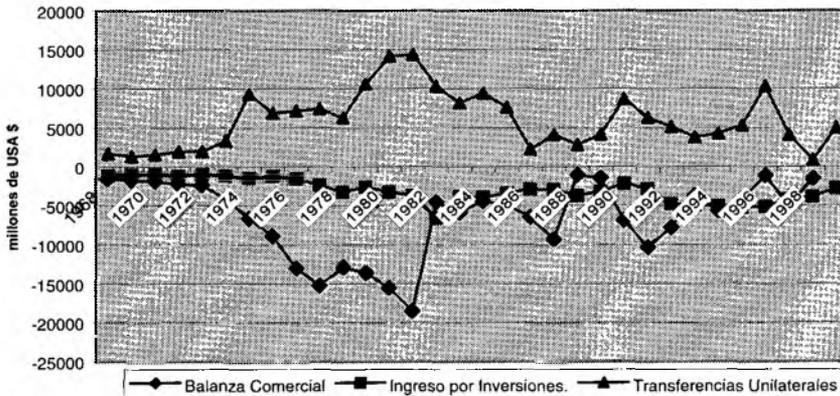
³³ El llamado "pleno empleo" siempre supone una cifra de desempleo friccional, representado por personas que, en un momento determinado, están cambiando de ocupación.

de sobrevaluación del bolívar fuese todavía bastante mayor, por las magnitudes de la renta capturada. La diferencia, claro está, es que para Venezuela estos ingresos se registraron en la contabilidad social como componente de las exportaciones. Por ende, su entrada no estuvo sujeto a que el país mostrara condiciones favorables a la inversión extranjera, sino que dependió de las condiciones en que se formaron los precios del petróleo en los mercados internacionales. Es decir, *Venezuela contó con una transferencia de dinero durante los '90 muy superior, en términos relativos, que la entrada de capitales que sobrevaluó las monedas de los demás países medianos y grandes de América Latina, sin que ello dependiese del comportamiento de los aspectos fundamentales de su economía doméstica.*

La otra cara de la moneda, es que Venezuela mostró durante la mitad de los años 90 saldos deficitarios en la cuenta de capital, a pesar de las cuantiosas inversiones foráneas realizadas en la actividad petrolera a partir de 1995. Empero, en términos absolutos, ello muestra un saldo negativo acumulado de sólo 4,6 millardos durante la década, que escasamente disminuye el influjo de ingresos por concepto de renta mencionados anteriormente. No hay que olvidar que durante este período Venezuela pudo atraer importantes inversiones directas para la explotación de los campos marginales y/o para la realización de actividades de exploración, bajo la política llamada de "Apertura Petrolera".

Gráfico No. 4

VENEZUELA:
Cuenta Corriente de Pleno Empleo, Renta como
Transferencia, 1968-99



FUENTE: BCV y cálculos propios (ver cuadro en el anexo).

IX. SUBABSORCIÓN Y SALIDA DE CAPITALES

Los resultados que presenta Venezuela son los que cabría esperar del efecto paradójico que ocasiona la renta petrolera sobre la actividad productiva doméstica. Como se argumentó antes, esta renta no forma parte del ahorro doméstico y equivale a recursos de no residentes captados a través de precios elevados del petróleo. La mayor capacidad adquisitiva que ésta provee, fortalece el bolívar, tendiendo a desplazar producción doméstica de transables por importaciones. El desempleo de recursos productivos se traduce, necesariamente, en un nivel de consumo y de inversión menores que lo que indicaría el registro convencional del ingreso doméstico, que incorpora a la renta como ingreso de exportación. Según esta convención, Venezuela exhibe una situación de subabsorción de bienes y servicios, como lo indica el Cuadro No. 1.

Conforme a la contabilidad convencional, la salida de capitales refleja que la economía venezolana no es capaz de aprovechar íntegramente su ahorro -incluyendo renta- es decir, los venezolanos tendemos a consumir y a invertir menos de lo que permite nuestro ingreso y, por lo tanto, exportamos este ahorro residual. No obstante, en realidad lo que sale es, en buena parte renta, por lo que la actividad económica del país lo que muestra en realidad es su incapacidad por absorber cabalmente recursos externos que se captan bajo esta figura.

Cuadro No. 1: Venezuela. Absorción externa.
Millones de dólares. 1984–2000

Años	Ahorro N.	Balanza Comercial	Ingresos por Inversiones	Cuenta Corriente	Cuenta Capital	Saldo B. de P.	Errores Omisiones
1984	7.661	6.881	-2.058	4.651	-1.757	1.822	-1072
1985	6.515	5.728	-2.230	3.327	-650	1.788	-889
1986	-555	-527	-1.597	-2.245	-742	-3.837	-850
1987	325	313	-1.612	-1.390	707	-1.094	-411
1988	-3.945	-3.899	-1.763	-5.809	-2.011	-4.782	3038
1989	5.307	4.949	-2.265	2.497	-5.512	-1.055	1960
1990	9.622	9.327	-765	8.279	-3.294	3.225	-1760
1991	2.735	2.677	-592	1.736	2.962	3.183	-1515
1992	-1.543	-1.295	-1.714	-3.365	2.822	-1.139	-596
1993	-133	44	-1.714	-1.993	1.878	-653	-538
1994	4.830	4.453	-1.895	2.541	-3.153	-893	-281
1995	4.095	3.735	-1.915	2.014	-2647	-1.126	-493
1996	10.712	10.501	1.587	8.914	-1.495	6.533	-886
1997	5.900	6.019	2.552	3.467	1.523	3.530	-1.460
1998	-1.162	-1.214	2.039	-3.253	1.780	-2.915	-1.442
1999	5.456	5.137	1.448	3.689	-1.650	1.049	-990
2000	14.734	14.656	1.291	13.365	-3.670	6.092	-3.603

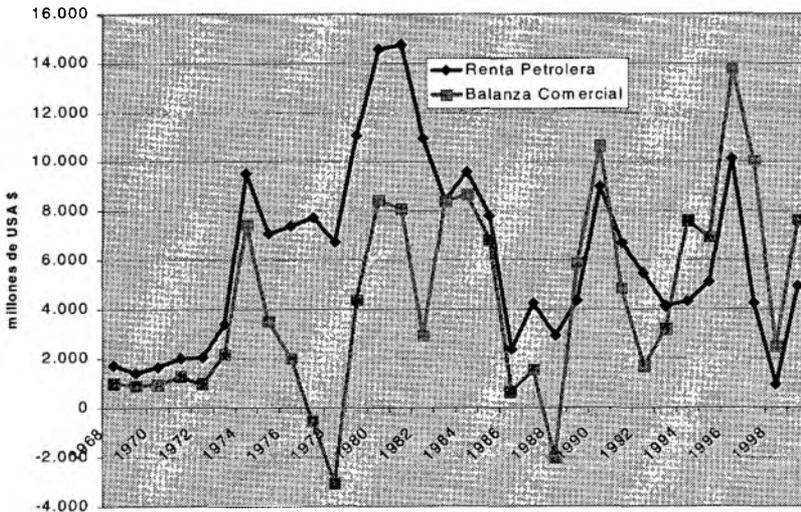
Fuente: BCV y cálculos propios.

En el Gráfico No. 5, se muestra la balanza comercial según la contabilidad convencional y las rentas petroleras como se han calculado en este trabajo, para el período 1968-1999. La diferencia entre ambas series correspondería al saldo en el ahorro residual doméstico verdadero, es decir, aquel que no incluye renta. Puede apreciarse hasta el año de 1989, que la renta excede al saldo comercial, por lo que la economía estaría haciendo uso pleno del ahorro doméstico y, además, estaría absorbiendo recursos externos –parte de la renta y/o entradas de capital o disminución de reservas- para financiar la actividad productiva. A partir de ese año y salvo el lapso 1991-93, la economía muestra no estar en capacidad de absorber plenamente el ahorro doméstico, por lo que sale afuera, junto con la renta.

La observación anterior se comprende mejor si se grafica el ahorro residual –es decir, el saldo comercial menos renta- con la formación bruta de capital fijo a precios de 1984 durante el lapso reseñado (Gráfico No. 6).

Gráfico No. 5

**VENEZUELA:
Balanza Comercial y Renta Petrolera, 1968-1999**



FUENTE: BCY y cálculos propios (ver cuadro en el anexo).

El gráfico 6 muestra una imagen espejo sorprendente –a pesar de las diferencias de escala- entre la formación bruta de capital y el ahorro residual, sin rentas. Cuando este ahorro presenta cifras negativas, se observa un fuerte au-

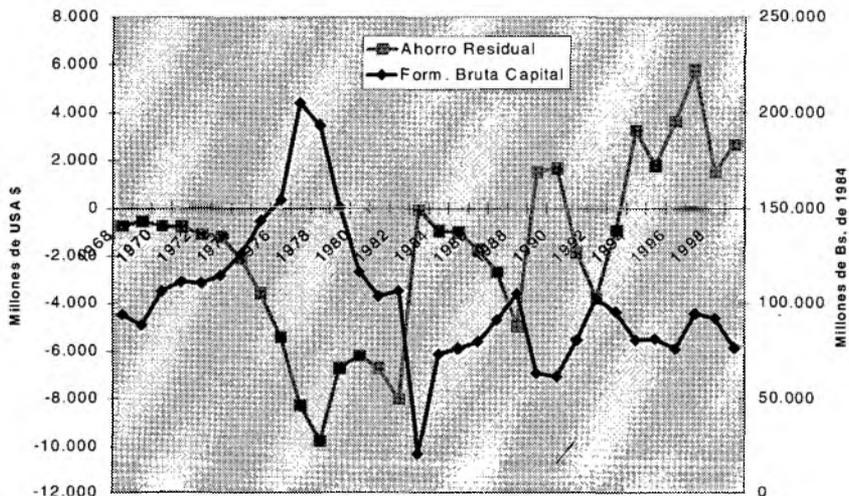
mento de la actividad de inversión, en términos reales, pero cuando el ahorro es positivo, la inversión decae. Durante los años 1975 a 1982 el fuerte ahorro negativo indica que el país estaba absorbiendo renta petrolera para financiar la formación bruta de capital. La presencia de saldos positivos en la cuenta de capital, en la variación de reservas internacionales y/o en la cuenta de servicios factoriales durante algunos años, sugeriría que el usufructo de esta renta pudo haber sido plena en esos años. Entre 1983 y 1988, sigue negativo el ahorro residual pero en cantidades mucho menores. Junto con el lapso posterior en el que prevalecen saldos positivos del ahorro residual, la caída en la inversión estaría sub-absorbiendo parcial o totalmente la renta petrolera y, adicionalmente, exportando ahorro doméstico.

En términos de la economía real, la incapacidad de usufructuar a plenitud el poder de compra que proveen estas rentas se asocia con la caída en la inversión y en la productividad de las actividades domésticas, como lo señala el Gráfico No. 7. Puede apreciarse una tendencia a la disminución en la formación bruta y neta de capital fijo y, por ende, una caída continua en la productividad laboral, a partir de 1979. La consecuencia ha sido una disminución, también continua, en el salario real del venezolano durante ese lapso. Ello revela un enorme costo social presente y futuro, dados los efectos sobre la remuneración laboral y el consumo que acarreará la caída de la inversión. Superar este estado de cosas es, por ende, imprescindible para mejorar en el tiempo el nivel de vida de la población. En este sentido, cabe precisar que no basta para incrementar el consumo de los venezolanos reemprender una senda de crecimiento si parte importante de los frutos que ello depara se exporta (cuenta de capital negativa) o va a engrosar las reservas internacionales³⁴.

³⁴ En este sentido, como indicador de bienestar promedio de la población venezolana, es mejor usar el consumo per cápita (y su evolución) que el PIB/cápita.

Gráfico No. 6

**VENEZUELA:
Ahorro Residual y Formación Bruta de Capital,
1968-1999**



FUENTE: BCV y cálculos propios.

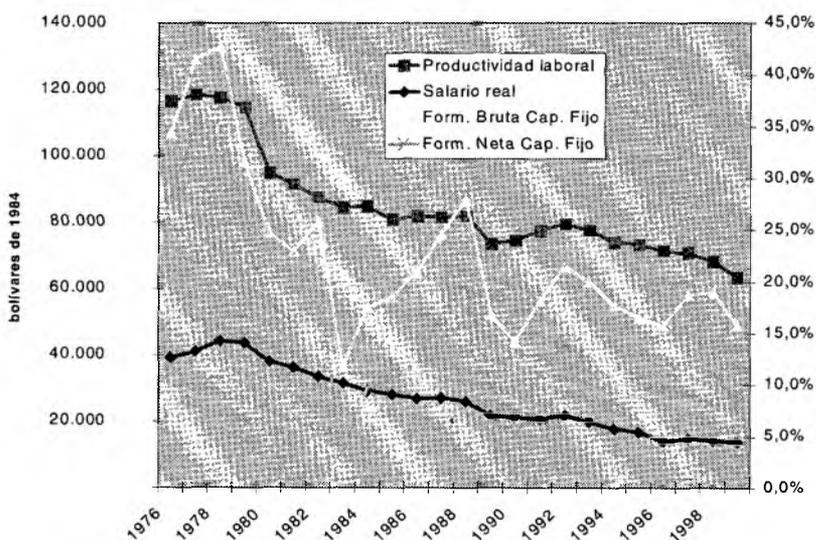
X. COMENTARIOS FINALES

A comienzos de 2002, la presión sobre el mercado cambiario venezolano se había tornado insostenible para el Banco Central de Venezuela. La caída en el precio de exportación del petróleo, la percepción de un severo desajuste fiscal en ciernes, la promulgación de un conjunto de decreto-leyes por vía de una Ley Habilitante que ponían en duda los derechos de propiedad y/o obstaculizaban la inversión privada en sectores como el petróleo, y la creciente inestabilidad política, condujeron a una fuerte salida de capitales que llevó las reservas internacionales operativas a sus límites inferiores tolerables para inicios de febrero de este año. El 12 de ese mes el Presidente anunció la modificación de la política de bandas que había orientado la fijación del precio del dólar en el mercado, por una política de libre flotación. Con ello se cerraba el capítulo de una larga intervención del BCV –directamente mediante la venta de divisas en el mercado e indirectamente a través de la política monetaria- para rezagar el ajuste en el tipo de cambio y anclar el sistema de precios. El mante-

nimiento de esta política desde finales de 1996 había llevado a una sobrevaluación creciente de la moneda, estimada en torno al 50% para finales del año 2000 (García, H., Tesis doctoral, 2002).

Cuadro No. 7

**VENEZUELA:
Productividad, Inversión y Salario Real, 1976-1999**



FUENTE: BCV y cálculos propios.

Desde inicios de año hasta el comienzo del mes de julio 2002, fecha en que se escribe el presente artículo, el bolívar ha experimentado una depreciación del 58,4%, al pasar el tipo de cambio de 763 bolívars por dólar el 31 de diciembre de 2001 a 1.306 bolívars por dólar el 28 de junio de 2002³⁵. En principio, pareciera que la sobrevaluación del bolívar hubiese quedado corregida. Dos comentarios merece esta apreciación.

En primer lugar, debe recordarse que el diferencial de inflación, como lo indica la PPA, se "come" el efecto de una devaluación sobre el TCR. Desde el

³⁵ NOTA: Mientras el dólar se ha encarecido en un 71,2% durante ese lapso, la pérdida de valor del bolívar en el mercado cambiario, es decir su depreciación, fue del 58,4%.

31/12/2001 hasta finales de junio, el IPC registra un 12,8%, por lo que el diferencial de inflación con nuestros socios comerciales principales³⁶ estaría en torno al 10%. Esto daría una depreciación real de un 48%, suficiente para neutralizar la sobrevaluación que mostraba el bolívar para finales del 2001. Sin embargo, es difícil creer que los precios no vayan a seguir subiendo, ya que es muy poco probable que la inflación para este año no se aproxime bastante más a la magnitud de la depreciación. Debe tomarse en cuenta que Venezuela tiene una economía bastante abierta, ya que las importaciones pesan poco menos que 15% del PIB. El consumo de bienes importados registra desde ya el incremento de precios atribuible al encarecimiento del dólar. Adicionalmente, el componente importado -directo e indirecto- de las actividades productivas domésticas hará que irremediamente suban los precios de los bienes y servicios de producción local. El rezago con que ha sido afectado el IPC se debe simplemente a la mayor rigidez de los precios de los bienes y servicios (reales) con respecto a los cambios en los precios en la esfera monetaria. Este rezago es desde luego mayor cuando una economía experimenta una caída en la demanda final como la que exhibe actualmente la economía venezolana. El traslado íntegro del incremento de costos de los bienes y servicios importados al consumidor final se torna inconveniente en muchos casos, dada la elasticidad-precio de la demanda, por lo que el comercio se ve obligado a asumir parte de este incremento como pérdida. Si se espera que la economía se reactive, como es el deseo de todos, debe esperarse que -en ausencia de avances espectaculares en la productividad- el incremento de los precios de los bienes y servicios transados en el país se aproxime rápidamente a la depreciación nominal del bolívar, anulando los efectos correctivos del TCR. En episodios similares de maxi-devaluación ocurridos en el pasado, este ajuste de precios tiende a completarse después de un año.

El gran “pero” de la argumentación anterior lo constituye la capacidad de ajuste de los sueldos y salarios y ello es tema del segundo comentario ofrecido. Con un desempleo abierto del 16% y una dedicación a las actividades informales que supera el 50% de la población económicamente activa (PEA), no hay manera que el sector laboral pueda impedir mediante la acción reivindicativa una fuerte caída en su ingreso real. En consecuencia, el grado de corrección de la sobrevaluación del bolívar lo definirá el nivel de caída en el salario real, como lo explica la ecuación # 3 del presente artículo. En una población trabajadora que ha visto descender sus remuneraciones reales de manera progresiva hasta alcanzar sólo la tercera parte de lo que tenía en promedio en 1982, tal mecanismo de “corrección” tiene una enorme carga de injusticia.

³⁶ Más del 50% del comercio exterior venezolano se realiza con los EE.UU.

La depreciación del bolívar experimentada en 2002 representa la peor forma de contrarrestar la sobrevaluación del bolívar. En lugar de instrumentar medidas tendientes a reactivar la economía y aumentar la productividad para disminuir los efectos nocivos que la captación de rentas arroja sobre la producción de transables no petroleros, se recarga el peso del ajuste sobre el nivel de vida de la población trabajadora. Aun cuando está fuera de los propósitos del presente análisis, ello guarda correspondencia con el enfoque contractivo con que el presente gobierno ha pretendido resolver su grave desequilibrio fiscal³⁷. Lamentablemente, la indisposición ideológica de vender activos públicos para financiar un proceso de reforma profunda del Estado Venezolano que permita incrementar la eficiencia de la gestión pública, mejorar los servicios y proveer un escenario favorable al aumento en la productividad del sector privado, por considerar que ello representa el "neoliberalismo salvaje", lleva a este gobierno "revolucionario" a incurrir en una de las prácticas más "salvajes" de la ortodoxia económica (¿neoliberal?), cual es descargar el costo de los ajustes macroeconómicos sobre las espaldas de los sectores más humildes de la población. Si bien no es la primera vez que ello ocurre en Venezuela, la situación actual obliga a hacer dos observaciones importantes. Lo de ahora es la primera vez que un ajuste de este tipo haya ocurrido cuando el ciclo petrolero está en alza. Segundo, este gobierno se "vendió" en la campaña electoral, afirmando que representaba una alternativa a este tipo de prácticas. Huelgan mayores comentarios.

La solución al problema que acarrea la captación de rentas petroleras sobre la producción de bienes y servicios transables no petroleros requiere de transformaciones estructurales en la economía venezolana que se centran en la reforma profunda del Estado. Mientras no se genere un escenario favorable a la inversión productiva y al aumento de la productividad de la economía doméstica, seguiremos padeciendo los efectos adversos de la enfermedad holandesa. La actual política petrolera de maximizar la renta restringiendo la producción de petróleo, no hace sino agravar este problema. Mientras el petróleo siga siendo codiciado en los mercados mundiales, la economía venezolana experimentará una tendencia a la apreciación del bolívar que, en ausencia de incrementos en la productividad de la actividad económica doméstica no petrolera, lleva a la sobrevaluación. Lamentablemente, la "salida" al problema que plantea la depreciación de este año simplemente lleva a otro, de consecuencias aun más graves, en la forma del empobrecimiento de la población venezolana.

³⁷ Un cálculo sencillo permite estimar que el gobierno central percibiría cerca de Bs.3 billones (millones de millones) "depreciados" netos, si el tipo de cambio para el 2002 termina promediando 1300 Bs/USA \$.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Central de Venezuela (Años....) ,*Informes Económicos*.

— (Años...), *Anuarios Estadísticos de Cuentas Nacionales; Precios y Mercado Laboral; Sector Externo; Sector Financiero...*

— (1991), *Series Estadísticas de Venezuela de los Últimos 50 Años*, ANTIVEROS, Ignacio (coordinador), Caracas.

— (2000), www.bcv.gov.ve, Estadísticas Varias...

— (2001), "Mensaje de Fin de Año del Presidente", www.bcv.gov.ve

Banco Interamericano de Desarrollo (años varios), *Informe de Progreso Económico y Social de América Latina*, Washington, D. C.

— (2000), Estadísticas Regionales, www.iadb.org

— (1999), *Exchange Rate Misalignment*, Washington D. C.

Baptista, Asdrúbal (1991), *Bases Cuantitativas de la Economía Venezolana, 1839 - 1989*, Comunicaciones Corporativas D., Caracas

— (1997a) *El Capitalismo Rentístico*, (versión mimeo), IESA, Caracas.

— (1997b), *Bases Cuantitativas de la Economía Venezolana: 1830-1995*, IESA, Caracas.

Cassel, Gustav (1922), *Money and Foreign Exchange After 1914*, New York, Constable & Co.

Corden y Neary (1983), "Booming Sector and Dutch Disease Economics", *Oxford Economic Paper*, Vol. 36, 1984, pp. 359-380.

Dornbusch, Rudiger (1976), "Expectations and exchange rate dynamics", en *Exchange Rates and Inflation*, The MIT Press, Cambridge, Mass, 1991.

Dornbusch, Rudiger y Helmers, Leslie, (comp.1988), *The Open Economy*, Oxford University Press, New York.

Edwards, Sebastian (1988), "Real Exchange Rate Dynamics in a Developing Country", *The World Bank Occasional Paper*, No. 2, New Series, 1988.

— (1989), *Exchange Rate Misalignment*, World Bank.

- (1995), *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope*, World Bank, Oxford University Press.
- Friedman, Milton (1953), "The Case for Flexible Exchange Rates", en *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago.
- García, H. (2000), "La vulnerabilidad ante las crisis cambiarias: el caso venezolano", en *Revista Venezolana de Análisis de la Coyuntura*, Vol. VI / No. 2, julio-diciembre, 2000.
- (2002), "Política cambiaria, diversificación productiva y competitividad en Venezuela", Tesis Doctoral, Doctorado en Estudios del Desarrollo, CENDES, UCV.
- Isard, Peter (1995), *Exchange Rate Economics*, Cambridge University Press, New York.
- Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice (1993), *Economía Internacional: Teoría y Política*, McGraw Hill.
- Layrisse, Irene, y Puente, Alejandro (1992), "Flexibilidad Cambiaria e Inflación: Una Interpretación de la Hipótesis del Círculo Vicioso Referida a la Economía Venezolana", *Revista del BCV*, Caracas.
- Ministerio de Energía y Minas (años varios), *Petróleo y Otros Datos Estadísticos (PODE)*, Caracas.
- Oficina Central de Estadística e Informática (años varios), *Encuesta Industrial*, Caracas.
- Petróleos de Venezuela, PDVSA (2000), *Informe 2000*, www.pdvsa.com.ve
- Ricardo, David (1973), *Principios de Economía Política y Tributación*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Rodríguez, Francisco (2000), "Análisis de la Paridad Cambiaria del Bolívar", (mimeo) Universidad de Maryland.
- Rodrik, Danni (2000), *Cómo Hacer Que la Apertura Funcione: La nueva economía global y los países en desarrollo*, TM Editores, Bogotá.
- Swan, Trevor B. (1963), "Longer run problems of the balance of payments", en Heinz W. Arndt y Max W. Corden (ed.), *The Australian Economy: A Volume of Readings*, Melbourne, Australia.
- Zambrano, Luis y Vera, Leonardo (2000), "¿Está el BCV administrando una banda cambiaria?" (mimeo), Caracas.

ANEXO METODOLÓGICO

LA CUENTA CORRIENTE DE PLENO EMPLEO

La cuenta corriente de pleno empleo se calculó con base en las estimaciones de exportaciones no tradicionales, exportaciones petroleras, importaciones y la cuenta de viajeros de pleno empleo para el lapso 1968-2000. Como pleno empleo se supuso el nivel de desempleo del 4,3% alcanzado en 1978, la más baja de que se tenga registro. Las cifras del PIB en dólares corrientes para cada año fueron ajustados por simple regla de tres a lo que sería el producto potencial de pleno empleo.

Las exportaciones no tradicionales de pleno empleo se calcularon con base en la propensión marginal a exportar. Se supuso que si aumenta el producto, deben reabsorberse bienes que de otra manera se exportarían, por lo que la relación entre variación del producto y exportaciones no tradicionales es negativa. El cálculo de esta propensión marginal se hizo eliminando aquellos años en que la variación del producto (ingreso) se asociaba a una variación de las exportaciones con signo equivocado. La sumatoria de las variaciones de las exportaciones no tradicionales fue dividido por la sumatoria de las variaciones del producto con la en todos los años en que la relación manifestaba el signo correcto para obtener la propensión marginal a exportar (no tradicional).

La propensión marginal a las exportaciones petroleras se calculó con base en la propensión a incrementar el consumo interno de este producto cuando aumenta el ingreso. Igual que en el caso anterior, se eliminaron todos los años en que la relación exhibe el signo equivocado. Es decir, se supuso que hay una relación positiva (mismo signo) entre variación del producto y variación del consumo interno de petróleo. La sumatoria de las variaciones año a año en el consumo doméstico de petróleo fue dividido por la sumatoria de las variaciones año a año del producto (ingreso) para obtener la propensión marginal al consumo de petróleo. Esta propensión permitió estimar el valor del petróleo que no se exportaría de estar en condiciones de pleno empleo, lo cual fue restada de las cifras de exportación petrolera registrada para cada año.

La propensión marginal a importar supuso una relación positiva entre aumento del ingreso e incremento de las importaciones. Se eliminaron todos los años en que la relación exhibe signo equivocado. La sumatoria de las variaciones año a año de las importaciones fue dividido por la sumatoria de las variaciones año a año de la producción, para obtener la propensión marginal a importar.

La propensión marginal a viajar también supuso una relación negativa entre variación del producto (ingreso) y la cuenta viajeros. Es decir, se supone que, a mayor ingreso, más venezolanos viajan al extranjero. Igual que en los casos anteriores, fueron eliminados los años que exhiben una relación con signo equivocado. La sumatoria de las variaciones año a año de la cuenta viajeros fue dividido por la sumatoria de las variaciones año a año de la producción, para obtener la propensión marginal a viajar.

Cuadro No. 1: Venezuela. Cuenta corriente potencial de pleno empleo (2) 1968-1999 en millones de dólares

Años	Export. (3-4) Pleno Empl.	Import. (1), Pleno Empl.	Balanza de mercancías	Viajeros (5)	Ingresos por inversiones	Otros (6) ser- vicios	Transp. y seguros Pleno Empl.	Saldo en ser- vicios Pleno Empl.	Servicios No. Factor.	Transferenc. unilaterales	Cta. Corriente Pleno Empl.
1968	2.373	1.932	441	(86)	(711)	(162)	(156)	(1.115)	(404)	(80)	(754)
1969	2.267	1.996	270	(91)	(615)	(157)	(162)	(1.024)	(409)	(97)	(851)
1970	2.450	2.144	306	(98)	(553)	(132)	(167)	(950)	(397)	(92)	(736)
1971	2.976	2.364	612	(81)	(738)	(161)	(210)	(1.190)	(452)	(83)	(661)
1972	3.037	2.748	289	(108)	(480)	(159)	(244)	(991)	(511)	(95)	(798)
1973	4.606	3.142	1.464	(78)	(688)	(169)	(258)	(1.193)	(505)	(111)	160
1974	10.960	4.750	6.210	(120)	(637)	(346)	(366)	(1.469)	(832)	(199)	4.542
1975	8.629	6.836	1.793	(220)	100	(456)	(626)	(1.202)	(1.302)	(173)	419
1976	9.025	8.943	81	(466)	43	(289)	(818)	(1.531)	(1.574)	(232)	(1.681)
1977	9.422	12.480	(3.058)	(812)	(85)	(523)	(945)	(2.365)	(2.280)	(283)	(5.706)
1978	8.967	14.354	(5.387)	(1.340)	(148)	(572)	(1.208)	(3.268)	(3.120)	(407)	(9.062)
1979	14.126	13.494	632	(1.491)	(177)	120	(1.068)	(2.616)	(2.439)	(407)	(2.390)
1980	19.005	14.478	4.526	(1.652)	281	(932)	(949)	(3.252)	(3.533)	(439)	835
1981	19.895	16.426	3.469	(2.090)	525	(1.146)	(968)	(3.678)	(4.203)	(409)	(618)
1982	16.291	18.798	(2.507)	(2.540)	(1.530)	(1.508)	(1.007)	(6.585)	(5.055)	(639)	(9.731)
1983	13.999	8.427	5.572	(707)	(2.113)	(403)	(589)	(3.813)	(1.700)	(211)	1.548
1984	15.294	9.668	5.626	(819)	(2.058)	(617)	(461)	(3.955)	(1.897)	(172)	1.499
1985	13.754	9.151	4.603	(282)	(2.230)	(364)	(544)	(3.421)	(1.191)	(171)	1.011
1986	8.150	9.410	(1.260)	(158)	(1.597)	(472)	(649)	(2.876)	(1.279)	(121)	(4.257)
1987	9.504	10.390	(886)	(138)	(1.612)	(395)	(786)	(2.931)	(1.319)	(91)	(3.908)
1988	9.761	14.143	(4.382)	(245)	(1.763)	(622)	(1.073)	(3.074)	(1.941)	(147)	(8.232)
1989	12.642	8.456	4.186	(295)	(2.265)	(289)	(381)	(3.229)	(964)	(187)	770
1990	16.943	8.057	8.886	(581)	(765)	(353)	(448)	(2.146)	(1.381)	(283)	6.456
1991	14.609	12.545	2.065	(760)	(592)	(502)	(960)	(2.814)	(2.222)	(349)	(1.099)
1992	13.630	15.433	(1.802)	(1.027)	(1.714)	(886)	(1.115)	(4.742)	(3.028)	(356)	(6.901)
1993	14.201	14.678	(477)	(1.544)	(1.714)	(577)	(1.064)	(4.899)	(3.185)	(323)	(5.699)
1994	15.565	11.709	3.856	(1.207)	(1.895)	(1.306)	(651)	(5.059)	(3.164)	(17)	(1.220)
1995	18.323	15.600	2.723	(949)	(1.915)	(1.356)	(980)	(5.200)	(3.285)	194	(2.283)
1996	23.104	13.823	9.281	(1.497)	(1.725)	(996)	(919)	(5.137)	(3.412)	225	4.369
1997	23.140	18.286	4.854	(1.451)	(2.408)	1.090	(1.385)	(4.154)	(1.746)	(144)	556
1998	16.957	19.107	(2.149)	(1.608)	(1.931)	1.114	(1.430)	(3.855)	(1.924)	(108)	(6.112)
1999	19.979	15.340	4.638	(1.812)	(1.518)	1.774	(1.194)	(2.750)	(1.232)	70	1.958

(1) Con base a propensión marginal a importar = 0,108

(2) Asumiendo pleno empleo = 4,3% de desempleo (alcanzado en 1978)

(3) Con base en propensión marginal a exportar = -0589

(4) Con base en propensión marginal a consumir petróleo internamente = -0,0171

(5) Con base a una propensión marginal = 0,01834

(6) Excluye viajeros, transporte y seguros

Fuente: BCV, cálculos propios.

Cuadro No. 2: Venezuela. Productividad, salario real y formación de capital 1976-1999

Años	PIB	Persona ocupada	Producto persona	Sueldo	FBKF/PIB (%)	FNKF/PIB (%)
	(MM Bs.)	(miles)	Ocupada	Real		
1976	431.778	3.702	116.634	39.229	34,4	28,1
1977	458.512	3.867	118.570	41.141	41,5	34,8
1978	470.073	3.992	117.754	44.256	42,8	35,4
1979	472.051	4.116	114.687	43.646	31,6	24,4
1980	445.578	4.694	94.925	38.224	24,7	18,0
1981	443.616	4.840	91.656	36.353	22,9	16,0
1982	434.776	4.963	87.604	33.644	25,9	18,4
1983	419.074	4.959	84.508	31.441	11,8	3,5
1984	420.072	4.951	84.846	29.160	17,5	9,7
1985	420.884	5.201	80.924	28.199	18,5	10,6
1986	448.285	5.477	81.849	26.961	20,9	12,1
1987	464.341	5.680	81.750	27.033	24,6	16,5
1988	491.372	5.995	81.964	25.992	28,0	19,8
1989	449.262	6.108	73.553	21.938	16,8	9,7
1990	473.031	6.344	74.564	21.426	14,2	7,2
1991	524.860	6.767	77.562	20.739	18,2	10,9
1992	556.669	6.990	79.638	21.725	21,5	14,0
1993	555.496	7.146	77.735	20.018	20,0	12,3
1994	542.246	7.309	74.189	17.733	17,7	10,4
1995	566.627	7.729	73.312	16.631	16,5	9,7
1996	565.506	7.903	71.556	14.195	15,8	9,4
1997	601.534	8.495	70.810	14.919	18,7	11,9
1998	602.558	8.816	68.348	14.222	19,0	11,3
1999	565.888	8.742	63.804	13.808	15,7	8,1

Fuente: BCV y cálculos propios.

Cuadro No. 3: Venezuela. Cálculos de renta petrolera. Millones de dólares 1984-1999

Años	(1) Rem. Emp. y obr.	(2) Cons. de K fijo	(3) PIB	(4) Patrim. bruta de K fijo	(5) Forma. normal Br. 15%	(6) Ben. normal Br. 30%	(7) ISRL	(8) Ben. normal neto	(9)=(8)-(5) Ahorro	(10) Ahorro acum.	(11) tasas de interés**	(12) Intereses acum/PIB	(13) Ben. O deud. Pet. %	(14)=(3)-(1)-(2)-(6) renta petrolera	(15)=(14)/(3) renta/PIB petro. %
1968	241,1	202,7	2.147,7	1.733,4	268,6	260	78	182	116	116	0,09	4,8	1.734	71,1	
1969	236,1	207,5	2.123,0	1.741,8	363,0	261	78	183	27	154	0,09	10	7,3	1.418	66,8
1970	258,4	237,3	2.407,7	1.654,5	314,7	248	74	174	96	264	0,09	14	11,0	1.664	69,1
1971	258,0	263,6	2.805,5	1.745,0	333,6	262	79	183	113	401	0,09	24	14,3	2.022	72,1
1972	276,0	256,7	2.834,4	1.638,8	194,2	246	74	172	235	672	0,09	36	23,7	2.056	72,5
1973	274,7	250,0	4.171,4	1.810,0	251,6	272	81	190	188	921	0,09	60	22,1	3.375	80,9
1974	359,8	244,2	10.380,5	1.739,5	623,3	261	78	183	-196	807	0,09	83	7,8	9.516	91,7
1975	515,8	212,8	8.016,7	1.471,6	385,6	221	66	155	-18	862	0,09	73	10,7	7.067	88,2
1976	410,7	204,2	8.496,7	3.351,9	354,4	503	151	352	202	1.141	0,09	78	13,4	7.379	86,8
1977	471,2	230,2	8.962,1	3.691,9	570,2	554	166	388	48	1.291	0,09	103	14,4	7.707	86,0
1978	547,9	259,8	8.169,5	4.419,3	987,2	663	199	464	-263	1.144	0,09	116	14,0	6.699	82,0
1979	630,0	347,9	12.881,9	5.726,0	1.654,7	859	258	601	-706	541	0,09	103	4,2	11.045	85,7
1980	1.033,3	393,5	17.134,2	7.479,8	2.147,2	1.122	337	785	-968	-378	0,09	49	-2,2	14.585	85,1
1981	1.174,4	497,9	17.984,9	10.351,4	3.369,5	1.553	466	1.087	-1.785	-2.197	0,09	-34	-12,2	14.760	82,1
1982	1.304,9	616,0	15.052,6	14.623,3	4.887,9	2.193	658	1.535	-2.736	-5.131	0,09	-198	-34,1	10.938	72,7
1983	1.515,2	778,0	13.198,3	16.598,8	2.753,5	2.490	747	1.743	-233	-5.826	0,09	-462	-44,1	8.415	63,8
1984	1.031,6	643,3	13.871,4	17.480,2	1.524,7	2.622	787	1.835	954	-5.396	0,09	-524	-38,9	9.574	69,0
1985	1.194,0	636,3	12.367,2	18.323,6	1.479,7	2.749	825	1.924	1.081	-4.801	0,09	-486	-38,8	7.788	63,0
1986	644,7	514,9	6.408,0	19.203,4	1.394,7	2.881	864	2.016	1.137	-4.097	0,09	-432	-63,9	2.368	37,0
1987	579,2	434,1	8.250,0	20.007,7	1.238,4	3.001	900	2.101	1.297	-3.169	0,09	-369	-38,4	4.236	51,3
1988	730,9	403,9	7.240,1	21.109,1	1.505,2	3.166	950	2.216	1.115	-2.339	0,09	-285	-32,3	2.939	40,6
1989	580,6	192,8	8.427,1	22.141,7	1.225,4	3.321	996	2.325	1.292	-1.257	0,302	-211	-14,9	4.333	51,4
1990	725,3	225,9	13.502,3	23.881,3	1.965,5	3.582	1.075	2.508	768	-869	0,2793	-380	-6,4	8.969	66,4
1991	737,8	279,4	11.689,7	26.526,7	2.924,7	3.979	1.194	2.785	140	-972	0,3149	-243	-8,3	6.693	57,3
1992	1.193,4	393,2	11.484,4	29.548,9	3.415,4	4.432	1.330	3.103	80	-1.197	0,3606	-306	-10,4	5.465	47,6
1993	1.144,8	483,4	10.639,5	32.596,4	3.530,9	4.889	1.467	3.423	375	-1.254	0,5184	-432	-11,8	4.122	38,7
1994	1.130,8	526,2	11.228,6	35.201,5	3.131,2	5.280	1.584	3.696	1.091	-813	0,3513	-650	-7,2	4.291	38,2
1995	1.713,3	611,6	13.385,9	39.669,8	5.079,9	5.950	1.785	4.165	-303	-1.402	0,239	-286	-10,5	5.111	38,2
1996	1.425,0	492,6	18.637,6	43.924,4	4.747,2	6.589	1.977	4.612	257	-1.379	0,2428	-335	-7,4	10.131	54,4
1997	2.198,9	607,0	14.429,5	49.176,7	5.859,3	7.377	2.213	5.164	-89	-1.803	0,1309	-335	-12,5	4.247	29,4
1998	2.069,7	696,7	11.729,5	53.447,9	4.967,8	8.017	2.405	5.612	1.341	-698	0,3571	-236	-6,0	946	8,1
1999	2.056,2	705,7	16.333,7	57.590,3	4.848,1	8.639	2.592	6.047	1.905	957	0,1868	-249	5,9	4.933	30,2

Fuente: BCV y cálculos propios.