

## LA VULNERABILIDAD ANTE LAS CRISIS CAMBIARIAS: EL CASO VENEZOLANO\*

Humberto García Larralde  
ESCUELA DE ECONOMÍA, UCV

### Resumen:

El presente artículo se propone explorar las razones que podrían explicar la vulnerabilidad de la economía venezolana ante las crisis cambiarias, bien sea por vía de contagio o bien generadas por causas internas. Para ello se comienza repasando sucintamente algunos enfoques teóricos que argumentan que estas crisis son resultado de un desarreglo de aspectos fundamentales en el desempeño económico de un país. Asimismo, se revisan aportes recientes sobre las razones de contagio de una crisis cambiaria entre distintas economías. Este repaso teórico es ilustrado con resúmenes breves de las crisis mexicana y argentina de 1994 y 1995, y de la crisis de los países emergentes del este asiático durante 1997 y 1998. A pesar de las diferencias, la exposición a la entrada de montos significativos de capitales de corto plazo parece ser un importante hecho común en estas experiencias. Posteriormente, se intenta evaluar si el caso de Venezuela encaja con los anteriores. Se descubre que la sobrevaluación del bolívar se mantiene con base en la captación de rentas internacionales por la venta del petróleo, lo cual arroja, paradójicamente, saldos positivos en cuenta corriente. Por esto su economía se encuentra menos expuesta a la acción de capitales de corto plazo como sustento al poder adquisitivo de su moneda. Además, tiene una relación de sus agregados monetarios con las reservas internacionales más sana que otros países latinoamericanos de similar o mayor tamaño. Se concluye que la vulnerabilidad de Venezuela ante posibles crisis cambiarias depende fundamentalmente de episodios de caída drástica en el precio del petróleo, los cuales tienden a desatar salidas de capitales de los propios residentes, más que fuga de capitales golondrinas de origen externo. Finalmente, se argumenta que las políticas macroeconómicas ortodoxas instrumentadas en años recientes se asocian a esta salida de capitales venezolanos.

**Palabras claves:** Crisis cambiaria, Venezuela.

### INTRODUCCIÓN

La indefensión que mostraron algunos países frente a los ataques financieros que desató la reciente crisis de las economías emergentes del este asiático y que comprometieron seriamente su desempeño macroeconómico, ha provocado inquietud entre legos y especialistas. Además de las fuertes repercusiones que ello tuvo en Rusia, los efectos asociados con esta crisis tuvieron secuelas dañinas en varios países latinoamericanos sin vínculos aparentes con el lejano oriente, notoriamente en Brasil. La economía principal de Suramérica, luego de

---

\* Este artículo forma parte de la investigación conducente a la culminación de la Tesis Doctoral del autor en el Programa de Doctorado en Estudios del Desarrollo, del Centro de Estudios del Desarrollo (CENDES), de la Universidad Central de Venezuela.

varios meses padeciendo los embates de un ataque frontal contra su moneda, se vio obligada a devaluar el *real* en un 60% a principios de 1999, ante la futilidad de seguir quemando reservas para defender el tipo de cambio prevaleciente. En Venezuela, la reacción de las autoridades monetarias elevó las tasas pasivas sobre el 15% en términos reales en agosto de 1998 (y las activas en más del doble), para contrarrestar la corrida contra el bolívar. Si bien este esfuerzo logró sus resultados, fue a expensas de agudizar la recesión económica y no sin antes sufrir cuantiosas salidas de capital, de las cuales unos USA \$ 700 millones pueden atribuirse a ataques especulativos solamente durante ese mes. ¿Qué hace que un país pueda ser vulnerable a futuros episodios de esta naturaleza? ¿Hasta qué punto los ataques especulativos en los mercados financieros internacionales pueden seguir considerándose racionales y, por ende, pueden anticiparse —o por lo menos explicarse coherentemente— por parte de los economistas? ¿En particular, cuán vulnerable es Venezuela frente a ataques de esta naturaleza?

El artículo se desarrolla con una breve exposición inicial sobre las características de las crisis cambiarias de América Latina hacia el final del período de industrialización por sustitución de importaciones (ISI), asociadas a desbordamientos fiscales y monetarios. A pesar de las políticas de estabilización macroeconómica y de ajuste estructural instrumentadas luego bajo el llamado “Consenso de Washington”, la globalización de los mercados financieros plantea nuevos retos que no han sido adecuadamente abordados por la visión excesivamente economicista que de ella se tiene, la cual termina sugiriendo fórmulas universales a países muy distintos, que reducen las opciones de política del Estado.

A continuación se hace un repaso de algunos argumentos teóricos que intentan fundamentar la explicación de las crisis cambiarias en este mercado globalizado. Éstas suelen enfatizar la asociación entre una sana conducción de los aspectos fundamentales de la economía y la estabilidad cambiaria. La crisis, por ende, debería explicarse por distorsiones o desviaciones en el desempeño de estos aspectos fundamentales. En la misma línea se exploran, de seguidas, algunas nociones de tipo de cambio real de equilibrio (TCRE) que debe servir de referencia para detectar la desalineación cambiaria como expresión de estas distorsiones.

Posteriormente, se hace un examen somero de estudios recientes que tratan de explicar las razones de contagio de crisis cambiarias entre países. Ello se basa fundamentalmente en la crisis asiática de los años 97 y 98, pero arroja algunos argumentos que pudieran ser válidos también para explicar el “efecto tequila” de finales del 94 y año 95. Entre otros aspectos, resalta la mayor vulnerabilidad de un país a sufrir ataques “por contagio” a su moneda cuando presenta una exposición excesiva a la entrada de capitales “calientes” que sobrevalúan el tipo de cambio.

Las explicaciones anteriores son ilustradas -más que contrastadas- a través de una síntesis muy somera de la crisis mexicana de 1994 y de sus secuelas en Argentina, y luego, con un examen también sucinto de las posibles causas de la reciente crisis de los países del lejano oriente, así como de las razones de su violenta propagación en esa región. La sobrevaluación cambiaria, provocada por la entrada de capitales golondrinas es un elemento común que se observa en ambas experiencias, aunque motivada por razones bastante distintas.

Por último, se intenta comprender en qué podría consistir la vulnerabilidad externa de la economía venezolana. Paradójicamente, se descubre que nuestro país tiene tendencia a presentar superávits en su cuenta corriente a pesar de tener un bolívar sobrevaluado. Ello se debe a la captación de rentas petroleras en los mercados internacionales, que introduce las distorsiones típicas de la enfermedad holandesa en el país. Asimismo, Venezuela muestra una exposición relativamente reducida a la entrada de inversiones indirectas y sus agregados monetarios tienen mayor respaldo en reservas internacionales que los de otros países latinoamericanos de similar o mayor tamaño. Los ataques especulativos parecen provenir en este sentido, más de los residentes que de los no residentes y guardan estrecha relación con la caída del precio del petróleo. Se argumenta que la prosecución de políticas macroeconómicas ortodoxas, sin fundamentación en las particularidades señaladas, lo que hacen es tornar menos atractiva la inversión interna, generando una tendencia a la salida de capitales que puede agravarse si se abaten los precios del petróleo.

Al final, se exponen unas breves conclusiones.

## EL CONTEXTO ACTUAL

La historia latinoamericana de los últimos 20 años está llena de episodios de devaluación asociados a distorsiones de aspectos fundamentales en el desempeño de sus economías. En la fase final del modelo de industrialización sustitutiva de importancias (ISI), los países de América Latina se toparon con crecientes desequilibrios internos, aun en presencia de las barreras proteccionistas que contenían sus importaciones, que denotaban una sobrevaluación de sus respectivas monedas. Esta desalineación cambiaria se asociaba a políticas de gasto público frecuentemente deficitarias, financiadas de manera creciente con endeudamiento externo y/o emisión de dinero, que resultaban en inevitables brotes de inflación. Una vez puesta en evidencia la fragilidad que provocaban estos desequilibrios macroeconómicos, sobre todo a raíz de la insolvencia declarada por México sobre su deuda externa en 1982, se secó el financiamiento externo con que se cubrían las brechas en cuenta corriente, obligando a los países latinoamericanos a devaluar sus monedas y a contraer el ingreso doméstico en niveles cónsonos con el pago de los compromisos de deuda adquiridos. La llamada "dé-

cada pérdida” se caracterizó de esta manera por salidas netas de capital a expensas de la contracción y/o estancamiento en los niveles de consumo e inversión domésticas. Como se sabe, tal situación no encontró salida hasta tanto los bancos internacionales no accedieron a compartir los costos del ajuste, descontando sus acreencias a través de los mecanismos instituidos por el “Plan Brady”. La otra cara de la moneda fue el condicionamiento de este plan a los programas de ajuste y estabilización macroeconómica por parte de los países deudores tendientes a aliviar las restricciones en las cuentas externas y tornar viable el servicio de esta deuda en un contexto de crecimiento del producto, bajo la égida del llamado “Consenso de Washington” (Williamson, 1990).

No obstante, la integración creciente de los mercados de capitales a nivel mundial, hecha posible por los avances tecnológicos en materia de informática y telecomunicaciones, así como por la liberalización de los controles sobre los flujos financieros por parte de la mayoría de los países, trajo nuevos desafíos. La colocación de fondos se hacía ahora con el mundo entero como escenario, con lo que las condiciones que podía ofrecer un país en particular debían evaluarse contra las de otros, en “tiempo real”. La capacidad de retirar capitales instantáneamente ante señales percibidas como adversas, se convertía en una espada de Damocles sobre aquellas economías que no se cuidaran en manejar con estricta disciplina aquellos aspectos fundamentales de sus economías, afectos a sus decisiones de política.

No hay duda que, en el plano económico, el factor que pudo sacarle más provecho a las nuevas oportunidades que creaba el desarrollo tecnológico y las reformas institucionales de apertura y desregulación, fue el capital financiero. Con ello se rompía el tenso balance entre las distintas fuerzas económicas que anteriormente se anidaban en el seno de los espacios de cada estado nacional. De hecho, el Estado vio disminuir significativamente su libertad de acción en la conducción de sus políticas macroeconómicas, al verse sujeto a una especie de chantaje externo expresado en la volatilidad potencial de los capitales “golondrinas” si éstas no le favorecían.

Pero no sólo perdió el Estado autonomía en el manejo de la economía. Para autores como Beck (1998, 25), también se quebraba la alianza histórica entre estado asistencial, sociedad de mercado y democracia política, sobre cuyas bases se afianzó el modo de vida occidental como forma socialmente exitosa de modernidad. La legitimación que, en el plano de lo político constituía el fundamento del Estado-Nación, se exponía a ser minado por una racionalidad económica-financiera que lo vaciaba de contenido al imponer nuevas reglas de juego que limitaban y condicionaban su campo de acción, las cuales no podían ser desestimadas. Según Beck, se ha ido conformando de esta manera una perspectiva unidimensional respecto de los alcances y desafíos que, en el accionar político, brinda esta nueva oleada globalizadora, que la reduce a sus aspectos

puramente económicos, cobijada en la aparente neutralidad política de la integración financiera. El sometimiento de las opciones de política a un patrón básico de conducta<sup>1</sup>, constituye así la manifestación de dominio de una nueva ideología –el globalismo- basada en la supremacía del mercado mundial (p. 27). El proseguir recetas únicas de acción frente a los desafíos de esta nueva realidad globalizada puede, no obstante, desconocer especificidades de cada economía y provocar resultados insatisfactorios en términos de bienestar. Es lo que se argumentará más adelante en relación con las respuestas de política venezolanas ante las amenazas a su sector externo, las cuales, lamentablemente, no parecen fundamentarse en las particularidades del país.

### ALGUNAS EXPLICACIONES DE LAS CRISIS CAMBIARIAS

Friedman (1953) nos legó la idea de que las acciones especulativas en los mercados cambiarios cumplen una función eminentemente racionalizadora, corrigiendo los efectos distorsionantes que –según él- genera la intervención del Estado, los cuales son claramente percibidos por los agentes económicos. Recientemente se ha hecho un esfuerzo significativo en discernir cuáles de estas distorsiones pudieran estar en la base de las crisis financieras evidenciadas en distintos países durante la última década. 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 ataques contra la moneda guardan relación con el comportamiento de aspectos básicos –fundamentales- de la economía. Entre éstos suelen mencionarse elementos propios de la actividad real, como lo es el rezago 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 –términos de intercambio- en perjuicio del país, o comportamientos en los agregados nominales que no guardan relación con el desempeño real de la economía. La desalineación resultante de la cuenta corriente de la balanza de pagos hace que se perciba como insostenible la posición externa del país, precipitando una crisis de confianza en la moneda local que obliga a una devaluación.

La capacidad de atraer ahorro externo en forma sostenida para financiar brechas en la cuenta corriente llevó a Edwards(1990) 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 indefinidamente una

---

<sup>1</sup>Lo que muchos autores latinoamericanos llaman el pensamiento único, en referencia a las políticas de ajuste asumidas a partir del “Consenso de Washington”.

situación de déficit en la cuenta corriente -sobreabsorción- mediante el financiamiento foráneo<sup>2</sup>. Se trata, en definitiva, de una medida de solvencia externa del país. Otra forma de plantear lo mismo sería afirmar que la expansión del consumo y de la inversión precede a la expansión de la producción, la brecha entre ambos siendo financiada (con ahorro externo) con base en la confianza del crecimiento futuro de esta última a una tasa mayor que el aumento del servicio de la deuda<sup>3</sup>. En la práctica, ello implica que el país utiliza el ahorro externo para financiar la inversión productiva, bajo el supuesto de que podrá así aumentar sus exportaciones y revertir en el tiempo su déficit comercial<sup>4</sup>. Por contraste, aquellas

<sup>2</sup> 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,  $\Delta R$  = acumulación de reservas internacionales; y  $DC$  = déficit en cuenta corriente. 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.

<sup>3</sup>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.

<sup>4</sup>La capacidad de atraer capitales externos en el tiempo permite una tasa de cambio que, aun generando déficit 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

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.

La capacidad de una economía para poner en orden los aspectos fundamentales que afectan su posición externa debe reflejarse en el tipo de cambio. Habrá una tendencia a la especulación cambiaria cuando este precio se desalinea apreciablemente respecto de sus valores de equilibrio y en la medida en que ello denote un estado de cosas insostenibles en el tiempo. ¿De qué dependen estos valores de equilibrio?

Las fluctuaciones en los mercados cambiarios y en los precios de los bienes y servicios, obliga a analizar la noción de tipo de cambio de equilibrio en términos reales. Desde Cassel (1922), se le ha dado significación al *tipo de cambio real de equilibrio* (TCRE) como aquel que equilibra el poder de compra interno de la moneda con su poder de compra externo. Si lo que compra afuera un dólar es visiblemente superior a lo que pueda comprarse internamente con la cantidad de dinero local requerido para comprar un dólar, la moneda estaría sobrevaluada en los mercados cambiarios y debería ocurrir una acción de arbitraje que equiparase el precio de la divisa a su poder de compra doméstico.

Esta acepción, conocida como de Paridad de Poder Adquisitivo (PPA) 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 relación entre el nivel de precios domésticos, el nivel de precios internacionales y el precio de la divisa<sup>5</sup>. No obstante, nada impide que se acepte como explicación la correspondencia que debería prevalecer entre este equilibrio del tipo de cambio y equilibrios, o ausencia de distorsiones, en los aspectos fundamentales de la economía. El problema está en que, de acuerdo a la evidencia empírica, no siempre se constata una relación consistente entre el comportamiento del tipo de cambio real, medido en términos de PPA, y la evolución de estos aspectos fundamentales. Ello tiende a limitar la capacidad predictiva de los economistas res-

---

en un exportador manufacturero neto capaz de mantener el servicio de su deuda en términos manejables.

<sup>5</sup>Esta teoría ha recibido numerosas críticas con base en: 1) suele contemplar sólo los bienes transables, ignorando a los no transables; 2) 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; 3) 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. Para un resumen de estas críticas, ver, Isard, Peter, 1995, pp. 60-63)

pecto a cuando y contra cual moneda debe ocurrir un ataque especulativo, y ha motivado una interesante discusión. En particular, en el mundo globalizado de hoy, es desconcertante ver como una crisis cambiaria en un país puede contagiarse a otros países sin una aparente relación clara de causalidad (Caramazza, et. al., 2000) con el desempeño de sus aspectos fundamentales.

La noción de tipo de cambio de equilibrio denota también, para la economía real, un precio de la divisa que sea cónsono con el mantenimiento simultáneo de sus equilibrios interno y externo. 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, esto debería indicar a su vez, un equilibrio entre oferta y demanda doméstica. 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 con el de los no transables ( $TCR = P_t/P_{nt}$ ).

La acepción anterior permite la conexión con las variables monetarias que determinan la capacidad de compra de la moneda. Cuando la expansión monetaria no guarda relación con la actividad productiva, la mayor demanda se traducirá necesariamente en déficit comerciales y en presiones inflacionarias domésticas. De mantenerse estas condiciones con base en el financiamiento externo, la economía estaría *sobreabsorbiendo*, es decir, estaría gastando más de lo que permite el ingreso que genera su actividad productiva. Comoquiera que la oferta de bienes y servicios no transables es inelástica en el corto plazo, su precio aumentará relativamente ante este incremento en la demanda, haciendo más rentable su producción y apreciando el TCR (baja la relación  $P_t/P_{nt}$ ). El incremento en el costo de los bienes transables, en virtud del componente no transable que interviene en su elaboración, aunado a la imposibilidad de incrementar sus precios por la competencia de las importaciones, torna poco atractiva su producción, reciclando recursos hacia el sector productor de no transables. El deterioro mayor de la balanza comercial suele espantar a los inversionistas o prestamistas extranjeros, precipitando una crisis de devaluación.

La apreciación provocada por la entrada súbita de una cantidad adicional de divisas que se sostiene en el tiempo, da lugar a lo que se conoce como "enfermedad holandesa" (Corden y Neary, 1983), la cual se expresa en 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.

Una situación opuesta, con una demanda insuficiente, arrojaría superávits externos y desempleo interno. Se estaría consumiendo e invirtiendo a niveles inferiores de lo que permite su ingreso y la economía estaría en una situación de *subabsorción*. La depresión en los precios de los no transables expresaría una depreciación real (sube  $P_t/P_{nt}$ ), ayudando a su vez a mejorar la competitividad



de los bienes y servicios transables. El equilibrio debería restablecerse en la medida en que la expansión de la actividad exportadora aumentase el empleo y los mayores ingresos por este concepto permitiesen una mayor importación de bienes y servicios<sup>6</sup>.

Una tercera acepción intenta explicar el comportamiento de corto plazo en el tipo de cambio, bajo un régimen de libre fluctuación. Se centra exclusivamente en aspectos nominales, argumentando que debería relacionarse la diferencia entre del tipo de cambio actual (mercado "spot") y su precio en el mercado de futuros, con el diferencial de tasas de interés con el extranjero. De haber un rendimiento mayor, *ex post*, en la colocación de capitales en moneda extranjera, debería ocurrir un proceso de arbitraje tras fronteras que disminuyera las tasas de interés afuera, aumentara la tasa de interés doméstica y/o depreciara la moneda local. Este enfoque se conoce como de paridad de intereses cubiertos. Cuando no se tiene mercado de divisas a futuro o se mide la relación entre tasas de interés y valor *esperado* de la moneda en el mercado "spot" en el futuro, se estaría hablando de la paridad de intereses descubiertos o no cubiertos. En este caso, tanto la incertidumbre como otros factores vinculados a lo que se conoce como riesgo-país frecuentemente hacen divergir la variación en el tipo de cambio con respecto al diferencial de tasas de intereses. No obstante, al subir súbitamente las tasas de interés en países centrales de bajo riesgo, pudiera esperarse una liquidación de depósitos en otras monedas.

La noción anterior permitió un desarrollo ulterior en el que, en vez de comparar intereses sobre depósitos bancarios para explicar el movimiento del tipo de cambio, se comparan rendimientos en inversiones en cartera dentro y fuera del país. En este caso los instrumentos financieros en que se hacen las colocaciones difícilmente pueden considerarse como idénticos, como sí puede ser el caso de los depósitos, dando lugar a variados efectos asociados al riesgo relativo de cada inversión que impactan sobre los movimientos cambiarios, aunque no de manera tan nítida como en las explicaciones anteriores. Nuevamente, cambios drásticos en la percepción de rendimiento/riesgo frente a otros mercados puede precipitar una crisis cambiaria.

Finalmente, las múltiples incidencias que, a través de las transacciones reales y financieras con el extranjero afectan el tipo de cambio, han dado lugar a una explicación de la relación de éste con los aspectos fundamentales de la eco-

---

<sup>6</sup> Krugman, en un artículo reciente, argumenta que la incapacidad de Japón para salir del estancamiento y reducir sus superávits comerciales se debe a que se encuentra en una situación keynesiana de "trampa de liquidez" y abona a favor de una subida de las tasas de interés como señal de anticipación de una mayor inflación futura e induce así mayores gastos de consumo para reactivar esa economía.

nomía a través de modelos que relacionan los causantes –monetarios o reales– de los cambios en el ingreso doméstico con el comportamiento de las dos principales cuentas de la balanza de pagos. En gran medida, estos modelos subsument los argumentos anteriormente mencionados respecto a las causas posibles de una crisis, dentro de explicaciones más amplias del desempeño de los agregados macroeconómicos.

## EL EFECTO CONTAGIO

En un reciente trabajo realizado por miembros del *staff* profesional del FMI<sup>7</sup> se examina la relación entre la excesiva acumulación de deuda de corto plazo<sup>8</sup> con las crisis cambiarias de los últimos años. Ello aumenta la exposición de un país a sufrir ataques contra su moneda cuando el derrumbe en el tipo de cambio de otras economías desata una huida a refugios más seguros. Este ataque por contagio puede resultar en una profecía autocumplida, arrojando una modificación en el valor de la moneda que no se explica necesariamente por distorsiones en los aspectos fundamentales. Por otro lado, cuando se presentan desequilibrios fundamentales pero no se quieren hacer los ajustes requeridos<sup>9</sup>, la deuda

---

<sup>7</sup> Manmohan S. Kumar, Paul Masson y Marcus Miller, "Global Financial Crises: Institutions and Incentives", IMF Working Papers, WP/00/105.

<sup>8</sup> Se argumenta que esta puede analizarse en términos similares a los depósitos de la banca comercial y, por ende, permitir una distinción entre situaciones en que se presenta una crisis de iliquidez (lo cual justifica, como en el caso de los bancos, que al país se le provea de fondos para refinanciar sus compromisos) de una de insolvencia. En este último caso, no puede "cerrarse" un país como se cierra una institución financiera insolvente, pero sí se le puede presionar para realizar las reformas estructurales que devuelvan su condición de solvencia internacional. Asimismo, y a diferencia de la situación de los bancos, el riesgo moral implícito en la operación de salvamento no se manifiesta en incentivos para "apostar" el dinero por parte de la gerencia bancaria a ver "si la pega" (altos rendimientos en inversiones de altos riesgos), como en la renuencia, por parte de los gobiernos de los países deudores, a instrumentar esfuerzos de ajuste luego de que la deuda haya sido contraída.

Desde luego, es discutible el uso del término insolvencia cuando se hace referencia a un país, por cuanto éste no puede "quebrar". No obstante, como lo revela la prolongada crisis de los países latinoamericanos durante la década perdida de los 80, puede crearse una situación en la que la viabilidad de sostener el servicio de la deuda en el tiempo se ponga en entredicho. El Plan Baker habría confundido una crisis de insolvencia por una de iliquidez, obligando el descuento (*write-off*) de deuda por el Plan Brady.

<sup>9</sup> Los esfuerzos de refinanciamiento (*roll-over*) tropiezan contra el incentivo de cobrar, por parte de un poseedor individual de bonos soberanos, una vez se avizora una crisis de morosidad pero antes de que se llegue a la insolvencia. Esto puede precipitar la crisis y señala la necesidad, más bien, de reestructurar la deuda para asegurar la capacidad de pago en el tiempo.

de corto plazo tiene el atractivo de proveer liquidez de manera rápida, lo cual evidentemente agrava la vulnerabilidad externa. Asimismo, un apalancamiento fuerte cuando bajan los ingresos de origen foráneo y la maduración de la deuda es corta puede representar serios problemas y esto suele ser percibido por los tenedores de acreencias. La deuda de largo plazo, por el contrario, tiende a evitar los riesgos de corridas dañinas de liquidez.

Esto lleva a plantear restricciones a la acumulación de deuda de corto plazo como opción de política para resguardarse contra la eventualidad de contagios de crisis financieras desatadas en otros lugares. De hecho, estas medidas existían en Colombia y Chile en momentos en que las secuelas de la crisis asiática se hicieron sentir con mayor fuerza sobre los países latinoamericanos. A pesar de los fuertes vínculos comerciales de Chile con esa región, no se vio obligado a instrumentar una fuerte devaluación. Colombia, ya inmersa en una crisis de causación fundamentalmente endógena, fue escasamente afectada por la crisis asiática.

Como resultado de la crisis asiática, se ha criticado mucho el papel de prestamista de última instancia jugado por el FMI, así como su condicionamiento a la instrumentación de programas de ajuste ortodoxo para asegurar el repago de deudas, como condición para salir de esta crisis. Más aún, en el caso de los países asiáticos estuvieron involucrados fundamentalmente agentes privados, no públicos, lo que hace todavía más cuestionable las fórmulas tradicionales que descargan todo el peso del ajuste sobre el Estado. Corresponde a los bancos y acreedores privados, en situaciones como ésta, hacer su propia supervisión y cálculo de riesgo. En este sentido, la existencia de mercados de capitales desarrollados como fuente de financiamiento permite compartir los riesgos y hace de los acreedores supervisores estrictos, interesados en evitar pérdidas por incumplimiento. Por tal razón, una mayor dependencia de los mercados de capitales internacionales, en vez del crédito bancario, se esgrime como argumento favorable, en la medida en que podría disminuir la importancia de la condicionalidad macroeconómica típica de los programas del FMI. No obstante, para algunos países hay problemas para endeudarse de esta forma, en la medida en que tendrían que exponer a activos nacionales —que pueden ser considerados estratégicos— a potenciales enajenaciones, generando el temor de pérdida de soberanía.

En el trabajo de Caramazza, et. al., se discute por qué una economía con un comportamiento aparentemente sano de sus aspectos fundamentales, tanto domésticos como externos, puede sufrir crisis por contagio. En atención a ello, el examen de los aspectos fundamentales arroja escasos resultados para explicar cómo es que se transmite la crisis de un país a otro (4). Ello lleva a examinar otras explicaciones, fundamentalmente la existencia de *shocks* externos comunes, efectos de derrame (*spillover*) provenientes del comercio y vinculaciones de tipo financiero. Se cita como, en el caso de la crisis mexicana de 1994-5, el

*shock* común representado por el alza en las tasas de interés internacionales, pudo haber coadyuvado al desparrame del "efecto tequila" sobre otras economías. Lo mismo habría ocurrido entre los países del lejano oriente ante la prolongada depresión del mercado japonés. Por otro lado, la renovada competitividad de los países asiáticos, una vez devaluadas sus monedas, ha representado una externalidad negativa que dificulta el acceso de otros países exportadores a mercados comunes, debilitando de esta manera su sector externo y haciéndolos vulnerables a sufrir ataques contra su moneda. Finalmente, la existencia de un acreedor común que concentra la deuda de varios países y para el cual estas acreencias representan un peso significativo de sus colocaciones internacionales, puede facilitar la transmisión de la crisis de un país a otro, en la medida en que los tenedores de papeles en la economía acreedora hacen esfuerzos por liquidar sus posiciones en cada uno de los mercados deudores a cambio de refugios más seguros (EE.UU.). Esto último parece haber sido un factor particularmente importante en el caso del contagio de la reciente crisis financiera entre los países del lejano oriente, los cuales compartían un fuerte endeudamiento con respecto a la banca japonesa.

Por último, deben considerarse todas aquellas explicaciones que no necesariamente suponen que los mercados financieros sean eficientes. Existen suficientes evidencias recientes para poner en duda que los movimientos especulativos sean siempre racionales, sobre todo tomando en cuenta el efecto "manada" o de rebaño desatado por la crisis asiática. Al respecto, algunos autores (Bikhchandani y Sharma, 2000) distinguen entre comportamiento de rebaño *espurios*, que son eficientes y que pueden ser respuesta a cambios en los aspectos fundamentales de una economía, de comportamientos *intencionales* de rebaño que no tienen por qué ser eficientes. Se admite, en tal sentido, que muchas causas del comportamiento de rebaño no son "plenamente racionales" (4). En este calificativo caen también las decisiones de inversión que obedecen a estrategias inerciales, es decir la compra (o venta) de acciones con base en su desempeño reciente. Tal comportamiento puede exacerbar los cambios en los precios de los títulos valores y agravar la volatilidad en los mercados financieros.

Por otro lado, la observación de la conducta de otros inversionistas, en una situación en la cual no se tiene, sin embargo, acceso a la información privada que cada uno recibe y en contextos no perfectamente transparentes, puede conducir a un efecto "cascada" –según el cual- inversionistas "seguidores" tienden a desechar sus propias señales privadas por imitar la acción de sus predecesores<sup>10</sup>. Ello es aún más comprensible cuando se acepta que la distribución de la

---

<sup>10</sup>No obstante, suponiendo modificaciones en los precios de las acciones como resultado de las primeras decisiones de inversión, éstas se convierten en nuevas señales que,

información relevante suele ser asimétrica en los mercados internacionales. Esto puede llevar a que algunos administradores de fondos adversos al riesgo e inseguros de sus propias capacidades de discernimiento (entre malas y buenas inversiones) y/o de la calidad de la información que manejan, prefieran invertir donde lo hace la mayoría y/o seguir las pautas de inversión fijadas por los más experimentados<sup>11</sup>.

Es de presumir que habrá una mayor tendencia al comportamiento de rebaño cuando los mercados financieros están atravesando períodos de fuerte tensión y en los cuales las señales confusas pueden hacer que un agente abandone sus propios criterios para la toma de decisiones y se sume al consenso. En los llamados mercados emergentes, en los cuales los requerimientos de información y las prácticas contables no siempre responden a estándares exigentes, el costo de obtener la información adecuada puede ser alto, conformándose así mercados relativamente opacos y con mayor propensión al comportamiento de rebaño. Estudios econométricos realizados sobre el comportamiento de inversionistas residentes y no residentes durante la reciente crisis financiera de los países asiáticos detectaron aparentes comportamientos de rebaño entre ambas categorías (26).

Si se acepta como un hecho que ciertos comportamientos de algunos mercados financieros internacionales pueden, en momentos, no ser “enteramente racionales”, es más fácil admitir que determinadas crisis cambiarias puedan obedecer también a profecías autocumplidas, es decir, a expectativas adversas sobre la sostenibilidad del precio de una moneda, que desatan un ataque contra ésta hasta lograr, en efecto, que tenga que ser devaluada. Desde luego, puede argumentarse que la vulnerabilidad en la tasa de cambio ante estas presiones, fundamentada en una sobrevaluación apreciable y déficits externos sostenidos y/o fuertes desequilibrios macroeconómicos, puede ser determinante en la conformación de las expectativas que inducen al ataque especulativo, lo cual conecta con las distorsiones entre los aspectos fundamentales de la economía. No obstante, cuando se consideran las magnitudes de capitales que se intercambian a diario en los mercados financieros internacionales, se comprende que ni siquiera los países con sus aspectos fundamentales en regla y/o con las más sólidas posiciones en reservas internacionales están a salvo, como quedó evidenciado en la corrida contra el dólar de Hong Kong durante la reciente crisis asiática.

---

bajo el supuesto de mercados eficientes, alimentarían la toma de decisiones de los demás y evitarían estas reacciones de manada.

<sup>11</sup>La explicación resume lo que se conoce como comportamientos de manada basados en la reputación y basados en compensación. Cif., 10-12.

Abandonar la presencia necesaria de la racionalidad en todo comportamiento frente a las oportunidades y amenazas perceptibles en los mercados financieros internacionales, puede sostenerse también en la vieja distinción propia que hace el análisis keynesiano entre incertidumbre y riesgo. Mientras el riesgo supone el manejo de información que permita calcular las probabilidades de que un determinado evento ocurra, la incertidumbre es, por definición, la ausencia de tal información. Se regresa, entonces, a la influencia de los "espíritus animales" en el condicionamiento de determinadas conductas. En fin de cuentas, si los economistas no pueden prever de manera consistente los ataques especulativos contra una moneda, ¿qué de extraño tiene que algunos inversionistas, ante algunas señales indicativas, apuesten en contra, a ver si la pegan? En esta época de globalización, caracterizada por la capacidad de reaccionar de manera instantánea—"con tan sólo unos "click" del teclado de una computadora o una breve llamada telefónica a algún mercado internacional"- ante cualquier acontecimiento que afecte al tipo de cambio, no puede pretenderse que los inversionistas esperen a recabar toda la información pertinente para tomar una decisión racional (Junior, et. al., 1999). Siendo, además, la especulación una actividad esencialmente subjetiva, es casi imposible prever de antemano en qué momento habrá de producirse el ataque. Esta línea de argumentación permite concluir que, a diferencia de lo que sostendrían las teorías convencionales que atribuyen las crisis cambiarias a una reacción de mercados eficientes ante distorsiones de los aspectos fundamentales en el desempeño de una economía o ante fallas de información, asumir la incertidumbre como elemento permanente en la toma de decisiones abre un campo de posibilidades explicativas mucho mayor.

#### **LAS CRISIS MEXICANA Y ASIÁTICA**

La aparatosa devaluación a que se vio sometida la divisa mexicana a finales del 94 puso al descubierto la vulnerabilidad de exponerse excesivamente al flujo de ahorro externo en la forma de colocaciones de corto plazo o capital golondrina. Como se recordará, el gobierno del Presidente Carlos Salinas de Gortari había instrumentado una política de rezago cambiario para contener el alza en los precios y contribuir así con el pacto social entre Estado, empresarios y trabajadores, el cual fundamentó, en lo político, su programa de estabilización macroeconómica. El rezago cambiario fue coadyuvado por importantes entradas de capitales, predominantemente en la forma de inversión directa al principio debido a las expectativas que abría la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) para la localización de firmas exportadoras en México, pero luego, crecientemente, de capitales golondrinas, atraídos por los altos rendimientos en los mercados de capitales y por la aparente estabilidad del país azteca.

A pesar de un desempeño relativamente mediocre de la economía mexicana en términos de incrementos en el producto interno<sup>12</sup>, el salario real experimentó alzas anuales que promediaron casi 7% entre 1989 y 1993, resultado del creciente poder adquisitivo del peso<sup>13</sup>, más que de mejoras en la productividad de la economía doméstica. Como contraparte, fue ampliándose el déficit en cuenta corriente desde unos USA \$ 2.374 millones en 1988 a una cifra más de 12 veces superior –USA \$ 29.662 millones- en 1994. Típicamente, el país se encontraba disfrutando de un estado de sobreabsorción económica alimentado por entradas cada vez mayores de capital que compensaron con creces –hasta 1993<sup>14</sup>- los déficits en cuenta corriente. Sin embargo, la fragilidad de ese arreglo quedó patente una vez ocurrieron los sacudones políticos en México a comienzos de 94 y luego de que el directorio de la Reserva Federal de los EE.UU. decidiera elevar las tasas de interés marcadora de este último país. Al variar drásticamente la percepción de rentabilidad/riesgo de las colocaciones realizadas en México con respecto a otros destinos –notoriamente su vecino del norte- salieron del país unos USA \$ 18 millardos, forzando la devaluación de la moneda local –que, por razones político-electorales, se había pospuesto hasta después de los comicios del 94- con consecuencias desastrosas<sup>15</sup> para el poder adquisitivo de la población mexicana.

Otros países latinoamericanos se vieron afectados por contagio, en parte por la percepción un tanto simplista que abrigan los dueños de capitales sobre las economías latinoamericanas, con escasa capacidad de discernir entre un país y otro. No obstante, la corrida contra las monedas locales que provocó el efecto tequila fue particularmente aguda en países que presentaban síntomas parecidos de exposición a influjos cuantiosos de capitales golondrinas, notoriamente Argentina y, en menor medida, Perú. En el caso de la economía austral, el régimen cambiario de la “Caja de Conversión” había apreciado la moneda local en más de un 40% para 1994 con respecto a 1990 (BID, 1998/99). Para ese año, el déficit en cuenta corriente alcanzaba a más de USA \$10 millardos, financiado con entradas de capital ligeramente superiores (\$10,6 millardos). Contrario a la decisión

---

<sup>12</sup> Del 3% como promedio anual, según cifras del BID (1998/99).

<sup>13</sup> Con relación a 1990, el peso había experimentado para finales de 1993 una apreciación real en el orden del 20%, *ibid.*

<sup>14</sup> Para ese año, el BID registra un superávit en la cuenta de capital mexicana de USA \$ 32.585 millones.

<sup>15</sup> Desde luego, existen otros ingredientes que tornan el caso mexicano un tanto más complejo. Entre otras cosas, se critica la respuesta de las autoridades del Banco Central, las cuales optaron por esterilizar la salida de capitales con una política monetaria expansiva, bajo la creencia de que ello se debía a perturbaciones pasajeras. Sin duda, la falta de autonomía de esta institución frente al ejecutivo explica en buena parte este exabrupto, sobre todo si tenemos en cuenta que ese año se vivía una intensa campaña electoral por la Presidencia de la República.

mexicana, las autoridades argentinas se aferraron a su esquema de conversión ante el embate de los ataques que se desataron contra el peso, bajo la convicción de que ello fundamentaba la credibilidad en el programa de ajuste estructural instrumentado bajo la presidencia de Carlos Menem. La salida de capitales y la consecuente reducción de los agregados monetarios provocó una caída en el producto del 4,6% en 1995 y un incremento en el nivel de desempleo hasta superar el 18%. Claramente, ante la imposibilidad de responder ante el *shock* externo adverso mediante un ajuste en el precio de la divisa, la única salida que le quedó a Argentina fue ajustarse por la vía de la contracción en sus ingresos<sup>16</sup>.

Adicionalmente, la caída en la actividad económica y la elevación de las tasas de interés para contener la salida de capitales deterioró significativamente la cartera de muchos bancos, llevando a la quiebra de algunos de ellos, sobre todo en el interior. Los esfuerzos por evitar que ello se convirtiera en una crisis financiera de mayores proporciones y agravase la ya precaria situación de las cuentas externas, llevó al Banco Central a recurrir a fondos internacionales para poder auxiliar a los bancos en emergencia<sup>17</sup>. A pesar de que las autoridades lograron "campear el temporal" y evitaron la devaluación del peso, el ajuste, amén de la recesión y el aumento en el desempleo resultantes comentado antes, incrementó apreciablemente la vulnerabilidad externa de la economía argentina, al elevar la relación del servicio de la deuda con respecto a sus exportaciones de bienes y servicios desde un 40% en 1993 a un 65% en 1997 y la proporción de deuda externa con respecto al PIB desde un 30% en el primero de los años citados hasta más de un 50% en 1999 (BID, 2000). No obstante, a pesar de que el déficit en cuenta corriente acumulado entre 1995 y 1999 llegó a los USA \$ 50 millardos, el país austral logró atraer ahorro externo en diversas formas para arrojar un saldo superavitario (acumulado) en la cuenta de capital de casi USA 70 millardos durante el mismo período. La pregunta que debe hacerse es si este arreglo es sostenible, *ceteris paribus*, en el tiempo. Cabe señalar que, una tabla de salvación para la Argentina durante estos años fue la apertura preferencial para las exportaciones argentinas del mercado de Brasil -dentro de los acuerdos del Mercosur- y bajo condiciones de apreciación significativa del *real*, lo cual aumentó sustancialmente la capacidad de importación de la economía brasileña. Con la devaluación del *real* en enero de 1999, la situación se torna menos favorable para Argentina. En última instancia, si no se logran incrementos sostenidos en la productividad relativa de la economía argentina, es difícil que pueda evitarse otro

---

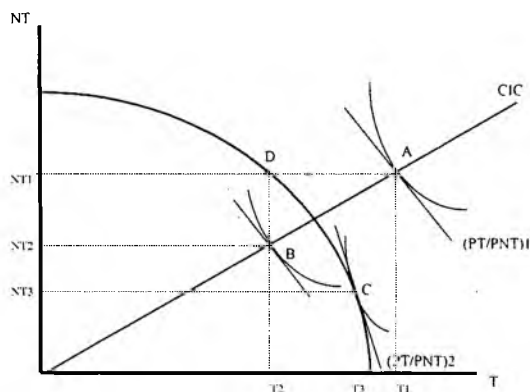
<sup>16</sup>Cabe señalar que, a pesar del incremento significativo en las cifras de desempleo, el salario real cayó, según cifras del BID, en apenas el 1,2% en 1995, cifra bastante inferior al deterioro ocurrido en esta variable entre 1990 y 1993 (-6,8% anual en promedio).

<sup>17</sup>La Ley de Conversión impide al Banco Central actuar como prestamista de última instancia mediante el expediente de la creación de dinero, como ocurrió en Venezuela a comienzos de 1994.



ataque contra el peso. En tales circunstancias, la pregunta no es si va a modificarse la tasa de conversión con el dólar, sino cuándo y cómo instrumentarlo sin desatar pánico.

Gráfico No. 1: Ajuste Externo Ante Desalineación (Sobrevaluación) del Tipo de Cambio



Una economía con una entrada abundante de capitales foráneos tiene una tasa de cambio real  $(PT/PNT)_1$  que le permite consumir  $T_1$  de transables y  $NT_1$  de no transables en "A". Ello significa un nivel de consumo por encima de lo que permite su nivel de ingreso, el cual viene dado por la frontera de posibilidades de producción. Si la economía no mejora su productividad relativa y revierte la tendencia a arrojar saldos deficitarios en su balanza comercial ( $T_1 - T_2$ ), esta dependencia de capitales externos no será sostenible en el tiempo, ya que aumentarían los pagos por dividendos e intereses (aumenta déficit en cuenta de servicios) y se generarían expectativas devaluacionistas. Al "secarse" el financiamiento externo, no hay forma de mantener el nivel abultado de consumo. De no alterarse la tasa real de cambio, el ajuste, vía caída del gasto, es severo, situándose la economía en "B" (equilibrando la balanza comercial) en un nivel de mucho desempleo (caso de Argentina). La única manera de recuperar los niveles de pleno empleo es combinando la contracción en el ingreso con una devaluación real, expresada por el punto "C", en el cual la tasa de cambio real es  $(PT/PNT)_2 > (PT/PNT)_1$ . Ello implica un deterioro en el salario real (expediente al que acudió México).

La crisis de los países del lejano oriente en el año 1997 tiene causas bastante diferentes de las crisis clásicas de los países latinoamericanos de los años

80, como de las crisis más recientes de México y Argentina. El típico modelo asiático de crecimiento, calcado sobre la base de la experiencia japonesa, se fundamentó en promover fuertes inversiones para proseguir una estrategia impulsada por las exportaciones. Los incentivos fiscales y crediticios crearon un ambiente favorable al fuerte apalancamiento de las empresas para la expansión de sus operaciones y la abundante oferta financiera de los bancos japoneses, a bajas tasas de interés, proporcionó una fuente cada vez más utilizada para ello. La prosperidad creciente alimentó, a su vez, burbujas financieras e inmobiliarias que atrajeron ingentes inversiones de corto plazo, una vez que se liberaron los controles sobre los flujos de capital, bajo la creencia de que el crecimiento económico que le servía de base se mantendría indefinidamente. No obstante, cuando el motor de exportación que sostenía esta cadena de financiamiento comenzó a mostrar indicios de desfallecimiento, se desató la crisis, empezando por el eslabón más débil, que resultó ser Tailandia<sup>18</sup>.

Varias razones contribuyeron al desaceleramiento de las exportaciones asiáticas, entre las cuales cabe mencionar: la prolongada recesión de la economía japonesa, mercado principal para muchos de estos países; el estancamiento de la economía europea; la pérdida de competitividad por la creciente apreciación de sus monedas, ante el influjo de capitales foráneos; y la insurgencia de un fuerte y agresivo competidor, aventajado por poseer una mano de obra todavía más barata que la de los países "baratos" del Asia: La China<sup>19</sup>. Cabe mencionar, además, el deterioro en los términos de intercambio para algunos de los países asiáticos, notoriamente para aquellos, como Korea y la misma Tailandia, que se especializaron en la exportación de componentes microelectrónicos<sup>20</sup> (Banco Mundial, 1998).

A diferencia de los países latinoamericanos, el "culpable" de la crisis no fue, por lo menos directamente, el sector público<sup>21</sup>. Desde luego, la laxa supervisión bancaria, en algunos casos rayando en la complicidad abierta con prácticas irre-

---

<sup>18</sup>En 1996 las exportaciones de Tailandia decrecieron por primera vez en muchos años (Banco Mundial, 2000,9).

<sup>19</sup> China devaluó su moneda en 1994, añadiendo mayor fuerza a su competitividad exportadora.

<sup>20</sup> Ello no deja de ser una lamentable paradoja, por cuanto la recomendación de especializarse en sectores tecnología intensivos para el crecimiento competitivo devino en un "boomerang" cuando ello resultó en una excesiva capacidad de producción de este tipo de bienes, la cual tumbó sus precios en los mercados mundiales.

<sup>21</sup> Esta afirmación hay que cualificarla haciendo referencia a la notable disimilitud entre países con un desempeño fiscal austero, conforme indicaría la ortodoxia (Hong Kong, Singapur, Taiwán) de países con las peores características atribuibles a Latinoamérica, como Indonesia, donde prevaleció la corrupción y distintos niveles de complicidad entre gobierno y sector privado.

guiare, la reciente desregulación de las cuentas financieras de la balanza de pagos de estos países<sup>22</sup> y la consecuente apreciación de sus monedas, contribuyeron a agravar el problema causado por el endeudamiento excesivo de las empresas. Empero, muchos de estas economías, incluida la tailandesa, mostraban desempeños recientes de austeridad fiscal y monetaria (Stiglitz, 2000). Por ello, la aplicación inicial de las recetas tradicionales con que el FMI condiciona sus auxilios financieros, exigiendo ajustes fiscales y otras políticas contractivas, como si el problema residiera en las prácticas del sector público, deprimió aun más los mercados internos y aumentó los costos del ajuste en términos de devaluación y caída del salario real. Adicionalmente, las empresas fuertemente endeudadas en moneda extranjera se encontraron que la devaluación aumentaba drásticamente los costos de servir esa deuda, sobre todo en momentos de baja en sus exportaciones, llevando muchas a la quiebra e incrementando el desempleo.

Un elemento de particular importancia en la crisis asiática fue la velocidad de contagio entre un país y el otro, y el efecto mutuamente reforzante que ello causó en la depresión de sus actividades económicas y en la fuga de capitales. Cabe señalar al respecto el alto grado de concentración del intercambio comercial de estas economías y, en muchos casos, su subordinación como proveedores de partes, piezas y otros insumos a las empresas japonesas. La caída en las exportaciones de cualquiera de estos países significaba, por ende, la disminución en la demanda para los otros, conformando un círculo vicioso que ampliaba sus efectos sobre toda la región. Por otro lado, la fuerte concentración de las deudas privadas con los bancos japoneses y el peso de estas acreencias en los balances de estas instituciones, desató una huida en común de los papeles denominados en monedas asiáticas hacia refugios más seguros, básicamente los EE.UU. La fuga de capitales afectó tanto a países con una posición externa bastante sólida como Hong Kong, con enormes reservas internacionales, como a países de una fragilidad externa significativamente mayor (Korea, Tailandia, Filipinas).

Otra diferencia con los países latinoamericanos, aunque más discutible, fue que, una vez asimilados los efectos de las fuertes devaluaciones que se vieron obligados a instrumentar, la recuperación de las economías asiáticas encontró un

---

<sup>22</sup> Esto ha llevado a la curiosa recomendación –viniendo de donde viene– de congelar la libre convertibilidad externa de la moneda en momentos de crisis para asegurar a los acreedores principales contra más corridas y restablece así la confianza. Véase, Kumár, M., et. al., "Global Financial Crises: Institutions and Incentives", IMF Working Paper, WP/00/105, junio de 2000.

El FMI y el Departamento del Tesoro de los EE.UU. habían presionado fuertemente, unos años antes, para liberalizar los controles de capital de estas economías.

peso sólido en las inversiones productivas, el dominio tecnológico y la capacitación del recurso humano que se venía acumulando en estas economías como resultado de su estrategia de desarrollo<sup>23</sup>. Ello constituye una faceta frecuentemente desestimada por algunos macroeconomistas venezolanos quienes vienen insistiendo en soluciones puramente nominales –caja de conversión, o dolarización- para dotar al país de una base sólida para su crecimiento.

## EL CASO VENEZOLANO

Venezuela presenta una situación muy particular, que no se asemeja a la de los de los países asiáticos como tampoco a la de las economías latinoamericanas examinadas. En primer lugar habría que hacer mención a la prolongada recesión por la que atraviesa nuestra economía y que situó el producto interno real de 1999 en el mismo nivel que en 1992. Aunado a eso, durante la mayoría de los años que comprenden este lapso, el intercambio con el extranjero ha arrojado fuertes superávits en cuenta corriente, lo cual denota una depresión todavía mayor en los niveles de consumo y/o inversión. Paradójicamente, ello ha ocurrido en condiciones de sobrevaluación del tipo de cambio, sobre todo durante los últimos años. ¿Cómo puede explicarse esta paradoja?

Venezuela es un importante productor a bajo costo de petróleo, que se vende en los mercados internacionales a precios bastante superiores, de monopolio, resultado de la acción colusiva entre los miembros de la OPEP y otros productores principales. Los ingresos extraordinarios que capta el país por esta enorme brecha entre precio y costo constituyen una renta que ha representado más de la mitad del valor de las exportaciones durante los últimos 20 años.

Un cálculo sencillo permite entender las magnitudes de las cuales se está hablando. Si se define como renta el ingreso adicional por encima del costo de oportunidad en la explotación de un recurso bajo condiciones de competencia, se la estaría equiparando al concepto de beneficio extraordinario. Con base en las cifras que publica el BCV referentes al patrimonio de la industria petrolera (columna 4 del cuadro No. 1), puede calcularse un beneficio "normal" para esta actividad (columna 8), suponiendo que ello corresponde a una tasa del 15% luego de pagar un impuesto también "normal" del 30% sobre las ganancias brutas. Si a esta remuneración "normal" al propietario del negocio se le suma la remuneración de empleados y obreros (columna 1) y el consumo de capital fijo (columna

---

<sup>23</sup>Empero, esta ventaja ha sido deteriorada por la instrumentación de terapias de rescate equivocadas por parte del FMI que profundizaron la recesión y provocaron el cierre de numerosas empresas con la destrucción de capital productivo. Ver Stiglitz, 2000, Krugman, 1998.

2) en el sector, se obtendría una cifra muy inferior al PIB petrolero (columna 3). La diferencia constituye una ganancia extraordinaria o renta, que viene registrada en la columna 14. Obviamente, mientras mayores sean los precios, conservando igual los costos, mayor será la renta. Cálculos preliminares para el año 2000 como los descritos aquí arrojan que más de las  $\frac{3}{4}$  partes del producto petrolero serían, en realidad, renta, dados los altos precios a los cuales se viene cotizando este producto durante este año.

Podría argumentarse, no obstante, que este nivel de beneficios no es suficiente para financiar las cuantiosas inversiones requeridas para que Venezuela pueda asegurar su permanencia en el futuro como importante productor de bajos costos. Si se observa el ahorro acumulado de la industria petrolera desde 1980<sup>24</sup>, una vez descontadas las inversiones efectivamente realizadas cada año y suponiendo que este ahorro se colocó a las tasas de interés pasivas reinantes en la banca doméstica para la época (columna 12), se constata que arroja saldos acumulados positivos hasta el año 1992 (columna 10). El plan de inversiones lanzado a partir de ese año hubiese supuesto un endeudamiento creciente que llega a superar con creces el producto petrolero en 1998, el último de la serie (columna 13). Sin embargo, ese también fue el año en que los precios cayeron a los niveles más bajos desde 1973. Por este efecto precio, por ejemplo, el producto petrolero que se estima para el año 2000 sería superior al endeudamiento acumulado para 1998 según los cálculos realizados. Ingresos de esta magnitud durante varios años podrían soportar los niveles de endeudamiento señalados. Además, es de suponer que PDVSA hubiera logrado para sus ahorros rendimientos superiores a los de las tasas pasivas de la banca nacional, por lo que las cuantiosas inversiones realizadas entre 1993 y 1997 no tendrían que descartarse por fuerza bajo los supuestos anteriores. Por último, cabe señalar que el monto de estas inversiones no tenía por qué haber sido necesariamente ese: podría haber sido menor, o debía haberlo sido, como argumentan las actuales autoridades del MEM. Asimismo, una parte significativa de la misma hubiera podido confiarse a empresas privadas.

Desde luego, el sector petrolero en realidad no paga un impuesto del 30% sobre sus ganancias brutas. Paga una regalía del 16 y  $\frac{2}{3}$ % sobre sus ingresos brutos y luego un ISLR del 66%, amén de impuestos menores. Esto quiere decir que es el estado venezolano que se queda con la renta, la cual inyecta a la economía a través del gasto público. La enorme cantidad de recursos que de esta manera expande el poder de compra de la economía venezolana, sin tener una contrapartida en mayor producción doméstica, significó una entrada de capitales durante los años 90 de unos USA \$ 75 millardos, es decir, a un promedio de

---

<sup>24</sup>No se disponen de cifras previas a este año.

Venezuela. Cálculo de Renta Petrolera Millones de Bs. 1984-1996

Años	(1)	(2)		(3)	(4)	(5)	(6)		(7)	(8)		(9)=(8)-(5)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)=(3)		(15)= (14)/(3)	(16)
	Remun. Empl. y Obreros	Consumo			Patrimonio+	Formación			ISLR 30%	Beneficio Normal Neto		Beneficio Acumulado	Tasas de		Ben. O Deuda Acum. /PIB Pet.	-(1)-(2)-(6)		Tasa de Beneficio Neto		
		de Capital Fijo	PIB Petrolero			Bruta de K. Fijo	Beneficio Normal Br			(15%)	Ahorro		Interés **	Intereses		Renta Petrol.	Renta /PIB Pet.			
1980	3.243	1.692	60.998	83.003	9.233	17.788	5.336	12.451	4.910	3.218	0,09	5,3%	38.275	62,7%	15,0%					
1981	3.737	2.141	65.631	88.915	14.489	19.054	5.716	13.338	990	4.498	0,09	290	6,9%	40.699	62,0%	15,0%				
1982	4.175	2.649	53.268	97.980	21.018	20.997	6.299	14.698	-3.671	1.232	0,09	405	2,3%	25.447	47,8%	15,0%				
1983	5.223	3.434	45.854	90.344	12.154	19.361	5.808	13.553	4.833	6.175	0,09	111	13,5%	17.836	38,9%	15,0%				
1984	6.317	3.939	65.463	104.429	9.336	22.379	6.714	15.665	10.268	16.999	0,09	556	26,0%	32.828	50,1%	15,0%				
1985	7.861	4.189	60.508	115.516	9.742	24.755	7.427	17.329	11.776	30.304	0,09	1.530	50,1%	23.703	39,2%	15,0%				
1986	5.880	4.696	40.696	124.474	12.720	26.675	8.002	18.672	10.648	43.680	0,09	2.727	107,3%	3.445	8,5%	15,0%				
1987	6.845	5.131	76.760	146.394	14.637	31.372	9.412	21.961	12.455	60.066	0,09	3.931	78,3%	33.412	43,5%	15,0%				
1988	11.215	6.197	86.347	161.162	23.097	34.537	10.361	24.176	7.276	72.748	0,09	5.406	84,3%	34.398	39,8%	15,0%				
1989	22.619	7.510	257.876	259.741	47.741	55.662	16.699	38.964	-1.267	78.028	0,302	6.547	30,3%	172.085	66,7%	15,0%				
1990	34.214	10.656	512.998	354.423	92.713	75.953	22.786	53.167	-28.890	72.702	0,2793	23.564	14,2%	392.175	76,4%	15,0%				
1991	42.004	15.904	532.499	454.173	166.505	97.329	29.199	68.130	-82.471	10.538	0,3149	20.306	2,0%	377.262	70,8%	15,0%				
1992	81.641	26.899	617.112	541.854	233.649	116.119	34.836	81.284	-125.466	-111.611	0,3606	3.318	-18,1%	392.453	63,6%	15,0%				
1993	104.357	44.069	791.218	696.381	321.881	149.234	44.770	104.464	-173.348	-325.205	0,5184	-40.247	-41,1%	493.558	62,4%	15,0%				
1994	168.366	78.339	1.402.775	1.116.926	466.201	239.357	71.807	167.550	-220.312	-714.104	0,3513	-168.586	-50,9%	916.713	65,3%	15,0%				
1995	302.978	108.154	1.979.387	1.594.879	898.335	341.783	102.535	239.248	-550.933	-1.515.901	0,239	-250.865	-76,6%	1.226.472	62,0%	15,0%				
1996	418.005	143.311	6.332.690	3.595.805	1.981.238	770.581	231.174	539.407	-1.298.520	-3.176.722	0,2428	-362.300	-50,2%	5.000.793	79,0%	15,0%				
1997	853.460	229.804	7.002.229	5.363.775	2.870.814	1.149.457	344.837	804.620	-1.836.390	-5.784.420	0,1309	-771.308	-82,6%	4.769.508	68,1%	15,0%				
1998	889.758	287.752	4.953.879	5.255.201	2.957.765	1.126.189	337.857	788.333	-1.881.680	-8.423.281		-757.181	-170,0%	2.650.180	53,5%	15,0%				

\*\* Tasas de interés sobre depósitos a plazo, banca comercial.

+ '1997' y '1998' basado en balance patrimonial de PDVSA. La cifra del BCV para 1996 resultó ser solo el 76,5% de la de PDVSA, factor que se usó para ajustar los años subsiguientes.

FUENTE: BCV. Anuarios Estadísticos de Cuentas Nacionales; y del Sector Financiero.

\$ 7,5 millardos cada año. Esta cifra representa más del 11% del PIB durante estos años, una relación dos veces mayor que lo que representaron en ese lapso 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 (Cuadro No. 2). La diferencia, claro está, es que para Venezuela estos ingresos se registraron en la cuenta corriente y no dependieron de que el país mostrara condiciones favorables a la inversión extranjera, sino de las condiciones en que se formaron los precios del petróleo en los mercados internacionales. Es decir, *Venezuela contó con unos ingresos de capitales muy superiores, en términos relativos, que 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, como lo revela el cuadro, 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. 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.

Cuadro No. 2. Países grandes y medianos de América Latina.  
Saldo en Cta. de Capital/PIB  
1990-1999

Año	Argentina	México	Brasil	Chile	Colombia*	Perú	Venezuela*
1990	-1,5%	3,6%	1,0%	8,8%	0,0%	5,3%	-4,4%
1991	1,6%	8,1%	0,0%	2,2%	-1,9%	3,0%	4,5%
1992	3,8%	7,3%	2,5%	7,0%	0,4%	5,4%	5,3%
1993	5,7%	8,1%	2,2%	6,2%	5,3%	4,2%	4,0%
1994	4,9%	3,5%	1,6%	9,9%	5,0%	10,9%	-5,8%
1995	2,6%	5,4%	4,2%	3,0%	5,8%	7,7%	-4,4%
1996	4,3%	1,2%	4,3%	7,7%	7,8%	7,2%	-2,5%
1997	5,7%	3,9%	3,2%	9,8%	7,4%	7,8%	0,7%
1998	9,0%	4,1%	3,8%	4,4%	4,5%	3,6%	0,4%
1999	5,3%	2,9%	3,2%	-1,2%	0,3%	2,9%	-3,3%
Promedio	4,1%	4,8%	2,6%	5,8%	3,5%	5,8%	-0,6%

\*PIB del año 1999 estimado a partir de variación con respecto a 1998.

Fuente: BID, 2000.

## LA SOBREVALUACIÓN DEL BOLÍVAR

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 bolívar<sup>25</sup>. Esta afirmación ha sido contestada por macroeconomistas que basan sus razonamientos exclusivamente en los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Una visión simplista de este argumento indicaría que durante la década pasada el bolívar estuvo sobrevaluado en los años 92 y 93, cuando esta cuenta arrojó saldos negativos, y subvaluado antes y después, salvo en 1998 cuando el país mostró nuevamente un déficit en cuenta corriente. Un examen un poco más serio dentro de esta visión calcularía el saldo en cuenta corriente a partir de equilibrios de pleno empleo domésticos, lo cual aumentaría las importaciones y reduciría las exportaciones no tradicionales<sup>26</sup>. Un cálculo de esta naturaleza realizado por el autor no arroja diferencias respecto a lo señalado, si bien los déficits en cuenta corriente de los años 92,93 y 98 serían mayores y los superávits el resto de los años menores, que lo que en realidad ocurrió.

Un examen más concienzudo expone lo absurdo que es, para Venezuela, suponer que el bolívar pasa alternativamente de la sobrevaluación a la subvaluación al son de los cambios de signo en los resultados de la cuenta corriente. En primer lugar, hay que destacar que la noción de una desalineación en el tipo de cambio, bien sea una subvaluación o una sobrevaluación, es con respecto a un valor de equilibrio (TCRE). La TCRE es una variable que está asociada a los equilibrios fundamentales en la economía, entre los cuales se encuentran los términos de intercambio, que impactan directamente en los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En el caso de Venezuela, los términos de intercambio están afectados sobremanera por las amplias oscilaciones en el precio del petróleo, producto que representó en promedio al 78% de sus exportaciones totales entre 1989 y 1999. Durante este período, estos precios variaron desde un máximo de 20,31 \$/barril en 1990 a sólo 10,75 \$/barril en 1998, es decir casi en un 100%. La única noción valedera de TCRE sería aquella que se fundamentara en unos términos de intercambio estables o representativos en el tiempo, no en precios que fluctuaran como los del petróleo. En todo caso, estas

---

<sup>25</sup> La demanda ampliada por la monetización de esta renta encuentra una contrapartida en una mayor oferta de bienes transables, gracias a las mayores divisas. Pero la oferta de bienes y servicios no transables es inelástica en el corto plazo, por lo que variaciones abruptas en el nivel de renta tenderían a su encarecimiento, sobrevaluando la moneda, en una típica situación de "enfermedad holandesa".

<sup>26</sup> Los cálculos realizados por este autor llevan a concluir que las exportaciones petroleras escasamente disminuyen, *ceteris paribus*, por cada punto de incremento en el ingreso doméstico.



fluctuaciones en absoluto dependen del desempeño de los “aspectos fundamentales” de la economía doméstica, sino de la capacidad, en concierto con otras naciones, de imponer un precio monopólico para el petróleo en los mercados internacionales en un contexto de fuertes especulaciones, guerras intermitentes en algunos países productores, altos impuestos en las naciones consumidoras más importantes y de incentivos sostenidos para ampliar la oferta internacional de este producto. ¡Nada más inestable que los precios del petróleo durante los últimos 10 años!

El cálculo de un precio de exportación de equilibrio de largo plazo para el petróleo que pudiese fundamentar una estimación seria del TCRE, es un asunto harto complejo –suerte de “piedra filosofal” para la economía venezolana- y no se intentará en este artículo. Basta señalar, no obstante, que de sustituir las exportaciones petroleras de pleno empleo según los cálculos anteriores, por las que existirían si el precio del petróleo durante todos esos años hubiese sido de 15 \$/barril, el déficit en cuenta corriente del año 1998 desaparecería y disminuiría el de los años 92 y 93. Es decir, según la visión simplista comentada, ¡el bolívar ya no estaría sobrevaluado en 1998!

En un aparte anterior, revisamos brevemente algunas acepciones de lo que puede significar el TCRE. Puede demostrarse intuitivamente que, en ausencia de rentas, la tasa de cambio que equipara el poder de compra externo del bolívar con el interno equilibraría a su vez la balanza comercial<sup>27</sup>. De acuerdo a Edwards (1990) ello admitiría que un bolívar ligeramente más fuerte (apreciado) pudiera considerarse, empero, de equilibrio, en la medida en que la economía sostuviese en el tiempo la atracción de capitales con qué financiar la consecuente brecha en esta cuenta (comercial). No obstante esta correspondencia entre el TCRE conforme a la PPA y el TCRE resultante de los equilibrios macroeconómicos supone, a su vez, una correspondencia entre lo macro y lo microeconómico. Recordemos que, desde la llamada “síntesis neoclásica”, la ortodoxia económica ha insistido en fundamentar toda relación macroeconómica en sus componentes microeconómicos. Es decir, los agregados macroeconómicos no existen *per se*, son simplemente eso: agregados.

El problema con los agregados macroeconómicos que definen el resultado de la cuenta corriente en Venezuela<sup>28</sup> es que en uno de ellos, la exportación, interviene un agente microeconómico –PDVSA- que pesa más de dos veces lo

---

<sup>27</sup>Simplemente, en ausencia de costos transaccionales, no habría incentivo para preferir las compras externas sobre las internas o vice-versa, para bienes y servicios nacionales y foráneos que fuesen perfectamente sustituibles

<sup>28</sup>Estrictamente, se estaría hablando de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, la balanza de servicios factoriales y las transferencias unilaterales.

que pesan todos los demás agentes juntos. Este agente incide en los resultados de la cuenta corriente, además, con base en unos ingresos conformados en más de un 50% por rentas, como quedó claro en los cálculos realizados arriba. Es fácil entender, entonces, que para el resto de los agentes microeconómicos que conforman la economía, pierde sentido todo resultado (macroeconómico) de "equilibrio" de esta cuenta. Este equilibrio, fundamentado en buena medida en esas rentas petroleras, significa para el 99,9% restante de los agentes productores de bienes y servicios transables en Venezuela (considerados uno a uno), un fortísimo desequilibrio: ¡Durante los años 90 exportaron sólo la cuarta parte de lo que importaron! Para éstos, la noción de equilibrio en la cuenta corriente no puede ser otra que la que se asocia al concepto de TCRE según la acepción de la PPA, con la cual, presumiblemente, balancearían sus cuentas externas (sin petróleo). Al incluir petróleo, empero, puede coexistir un superávit en cuenta corriente con un bolívar que, en términos de PPA, estaría sobrevaluado en más de un 35%, como fue estimado para comienzos del 2000, por la Oficina de Asesoría Económica y Financiera del extinto Congreso de la República (OAEF, 2000).

De lo anterior se desprende, como lo señalara hace algún tiempo Emeterio Gómez (1993), que no existe un solo tipo de cambio real de equilibrio para la economía venezolana. O bien existe un TCRE para el sector petrolero o un TCRE para el resto de la economía. A diferencia de lo que sostiene Gómez, empero, la distinción no se fundamenta con base en las diferencias de productividad del sector petrolero con respecto al resto de la economía, sino en gran medida porque este sector capta rentas que amplían significativamente el poder adquisitivo externo del bolívar<sup>29</sup>.

En principio, la determinación de lo que se considera un TCRE estaría determinado por el estilo o modelo de desarrollo que se quiere promover. De insistir en desarrollar una economía con base en las ventajas comparativas (estáticas) del país, la noción de TCRE sería afín al tipo de cambio que actualmente logra

---

<sup>29</sup>La distinción no es ociosa. Afirmar que los que pregonan por un tipo de cambio más débil buscan favorecer actividades de baja productividad a expensas del poder de compra de los venezolanos, tiene connotación de una acusación moral. Reconocer, empero, que la sobrevaluación es, por lo menos en parte, resultado de la captación de rentas internacionales a los cuales los demás productores venezolanos no tienen acceso, exonera a estos productores de "culpabilidad" en términos morales. Desde luego, la productividad laboral petrolera, aun sin renta, sigue siendo muchísimo mayor que la del resto de la economía en promedio. No obstante, otra cosa bastante cierta parece ser que si no logramos diversificar la economía con base en actividades de creciente valor agregado fundamentadas en la incorporación de conocimientos –tecnología– a la producción, el ingreso real de los venezolanos tenderá a caer inexorablemente con el tiempo (como de hecho ha venido cayendo). Ergo, debemos procurar un tipo de cambio que facilite o por lo menos permita esta diversificación productiva.

un balance en la cuenta corriente. Es la estrategia que, implícitamente, ha adoptado el país: convertirnos en una economía cuyas actividades productoras de transables se concentran cada vez más en torno al petróleo, como lo demuestra el hecho de que esta industria ha incrementado su peso en el producto interno desde un 19,4% del total en 1987 a 28,7% doce años más tarde, mientras que la manufactura (sin refinación) disminuyó desde un 18,1% en el primero de los años mencionados a sólo el 14,2% en 1999 (BCV, 2000). *Lo que es totalmente inconsistente, empero, es insistir en una estrategia de diversificación productiva basada en el desarrollo de ventajas competitivas (dinámicas) y mantener el actual nivel del tipo de cambio. Bajo el discurso oficial de política económica de éste y del gobierno anterior, la política cambiaría está (y ha estado) totalmente equivocada.*

#### **LAS POSIBILIDADES DE CRISIS EN EL SECTOR EXTERNO VENEZOLANO**

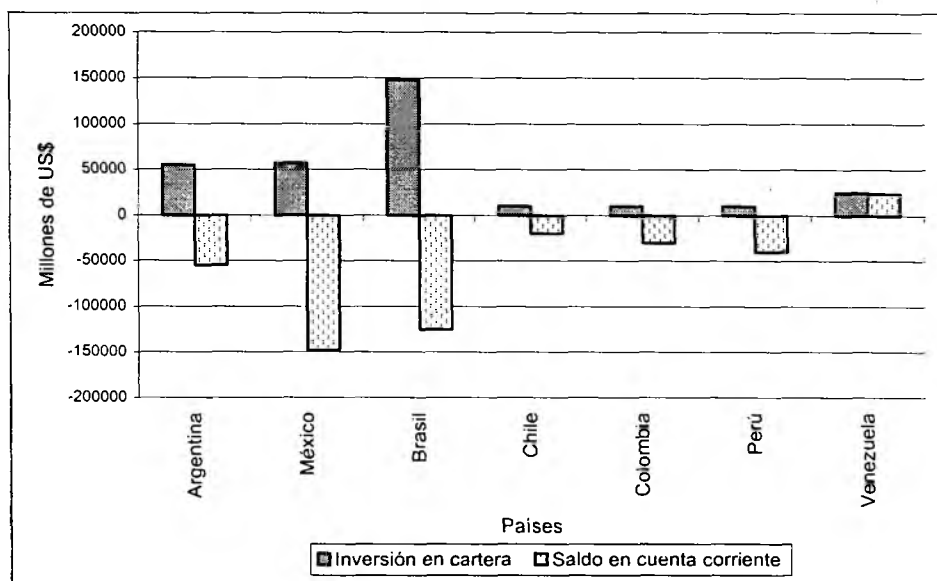
De la discusión anterior pueden sacarse algunas inferencias respecto a las causas probables de crisis en el sector externo de Venezuela. En primer lugar, debe destacarse el hecho de que nuestro país no ha venido requiriendo entradas de capital para financiar niveles de consumo e inversión superiores a lo que depara el ingreso que generan sus actividades productivas. La sobrevaluación del bolívar se financia —más bien— por la renta del petróleo. También a diferencia de los demás países medianos y grandes de América Latina, nuestro país es exportador neto de capitales, aun durante años de fuerte inversión foránea en el sector petrolero.

Si se observan, por su parte, las inversiones en cartera que se acumularon en estos países entre 1987 y 1999 y se le compara con el saldo acumulado en cuenta corriente durante el mismo período, se constata que, en todos ellos menos en Venezuela, la entrada de inversión extranjera indirecta sirvió para financiar, total o parcialmente, los déficits en cuenta corriente (ver Gráfico No. 2). En el caso de Venezuela, las inversiones de origen externo en cartera se equiparan, por el contrario, con los montos *superavitarios* acumulados en esa cuenta.

Nuestro país aparece, no obstante, como el de mayor inversión extranjera indirecta durante este lapso entre los medianos (Chile, Colombia, Perú y Venezuela), por lo que podría afirmarse que somos un país vulnerable a la salida súbita de estas inversiones ante percepciones adversas relativas al desempeño de los aspectos fundamentales de nuestra economía. Empero, un examen de estas cifras del BID revela que el significativo monto de este tipo de inversión en Venezuela se debe a una entrada extraordinaria en el año 1990 por USA \$ 15.976 millones, monto que luce bastante improbable. Si nos atenemos a los años subsiguientes, la cifra de inversión extranjera en cartera desciende a solo 3.717 millones, bastante inferior a la que se registra para Chile, Colombia y Perú (\$5.085

millones, \$6.191 millones y \$5.549 millones, respectivamente) durante ese período. Por otro lado, lo acumulado como saldo positivo en cuenta corriente para Venezuela en este último lapso fue casi tres veces mayor que las inversiones extranjeras en cartera registradas<sup>30</sup>. Aun así, aceptando como válidas las cifras del año 1990, es dudoso que se hubiesen mantenido estos recursos en el país ante la pérdida notoria de atractivo del mercado de capitales local frente a otros destinos desde ese año para acá. En fin, como lo indica la tendencia a arrojar saldos negativos de la cuenta de capital a pesar de las cuantiosas inversiones extranjeras en el petróleo, es difícil creer que Venezuela mantenga un *stock* de valores en manos de no residentes mayor que los demás países latinoamericanos de similar tamaño.

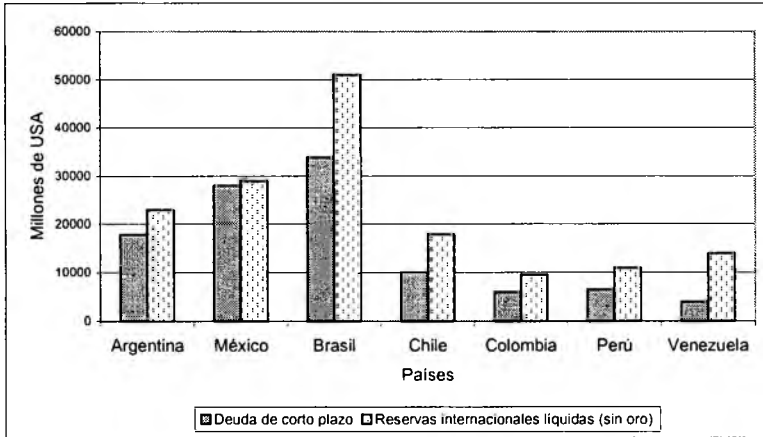
Gráfico No. 2. Países grandes y medianos de América Latina.  
Inversión en cartera y saldos en cuenta corriente, 1987-1999



Fuente: BID (2000), Informe de Progreso Económico y Social de América Latina, 1997 y 1998/99.

<sup>30</sup> En el caso de Chile, Colombia y Perú, el saldo acumulado en cuenta corriente fue, por el contrario, de \$ -17.923 millones, \$ -23.126 millones y \$ -23.574 millones, respectivamente.

Gráfico No. 3. Países grandes y medianos de América Latina. Deuda externa de corto plazo y reservas internacionales líquidas. 1997.



Fuente: BID (2000); FMI, International Financial Statistics Yearbook, 1999.

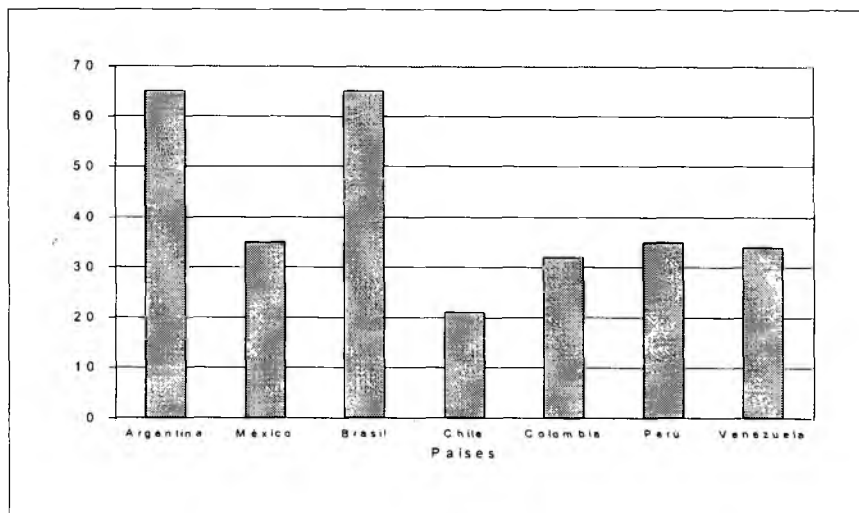
Al examinar la relación entre deuda externa total desembolsada de corto plazo y reservas internacionales para los países grandes y medianos de América Latina para el año 1997 –último año para el cual pudo conseguirse cifras- Venezuela aparece, no sólo como el país de menor monto de deuda de corto plazo, sino también como la economía de mejor relación entre reservas internacionales líquidas (sin oro) y este tipo de deuda (ver Gráfico No. 3). Por último, si se observa la relación entre servicio de la deuda externa y exportaciones para cada uno de estos países durante ese mismo año, aparece Venezuela con una posición relativa favorable, superada sólo por Chile y Colombia (Gráfico No. 4). En conclusión, de los datos examinados, Venezuela aparece como uno de los menos vulnerables a las corridas de capital foráneo entre los países grandes y medianos de América Latina, si no como el menos.

La vulnerabilidad externa de Venezuela fue puesta a prueba a raíz del efecto contagio que se desparramó por todo el mundo en desarrollo a raíz de la crisis asiática de 1997/98. Cuando el llamado “efecto tequila”, ya nuestro país se encontraba sumido en una profunda crisis resultado de la debacle financiera de 1994, la cual llevó a instrumentar un control cambiario que blindó a la economía venezolana de sus influencias perversas<sup>31</sup>. No así cuatro años más tarde, cuando

<sup>31</sup> Para muchos analistas, para el momento de agudizarse el ataque contra distintas monedas latinoamericanas a raíz de la crisis mexicana, ya el capital golondrina se había escapado del país.

la crisis en el lejano oriente desata un “efecto dominó” alrededor del globo sobre las economías percibidas como más endebles. En momentos en que se produce el colapso del rublo y se agudizan las presiones sobre el *real* –visiblemente sobrevaluado- muchos pensaban que Venezuela no podría resistir y se vería obligada a devaluar. Cabe recordar que el elemento sobre el cual se puso mayor énfasis en la política anti-inflacionaria del gobierno de Caldera (como también del presente), fue el anclaje nominal en un tipo de cambio rezagado, que sobrevaluaba cada vez más el bolívar. Paradójicamente, este objetivo se prosiguió bajo un régimen de flotación entre bandas, el cual está diseñado para amortiguar las fluctuaciones en los ingresos externos a través de cierta flexibilidad cambiaria (Zambrano y Vera, 2000).

Gráfico No. 4. Países grandes y medianos de América Latina.  
Relación servicio de la deuda externa/exportaciones.



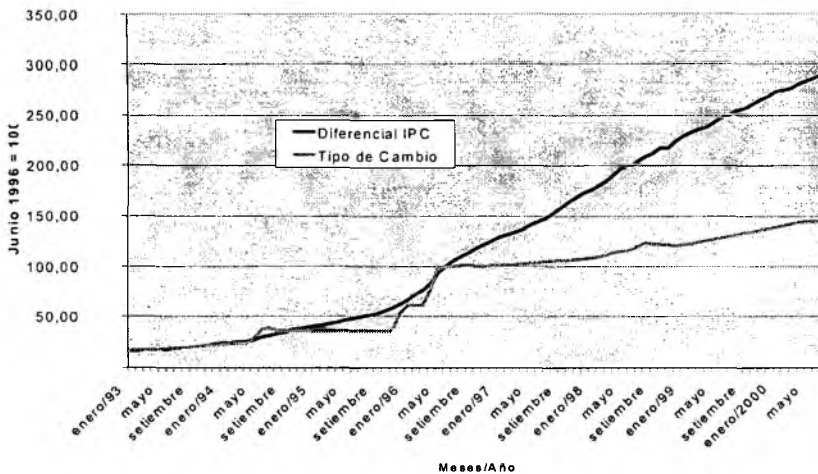
Fuente: BID, 2000.

En el Gráfico No. 5 queda registrado en números índice el desempeño del diferencial de inflación con EE.UU. mes a mes<sup>32</sup> y su relación con el tipo de cam-

<sup>32</sup> Basado en el IPC Caracas (mensual) y el IPC EE.UU. (anual) que registra el BCV. El IPC de los EE.UU. ha sido mensualizado, suponiendo idéntica variación en todos los meses de un mismo año.

bio, con base en junio de 1996 = 100<sup>33</sup>, para el período comprendido entre enero de 1993 y julio del 2000. Salvo a comienzos del 94, puede observarse durante todo el lapso una tendencia clara a la apreciación, corregida puntualmente con las devaluaciones de finales de 1995 y principios de 1996. A partir de junio, esta tendencia ya no se corrige, apreciándose el bolívar en casi un 100% para julio del 2000 con respecto al mes/año base. Desde luego, es discutible que en junio de 1996 el tipo de cambio hubiese sido de equilibrio. En este trabajo no se pretende calcular cuando se aproximó más el tipo de cambio a una situación real de equilibrio. Basta señalar la tendencia clara a la apreciación y el hecho de que según algunos cálculos serios basados en el costo de canastas de consumo representativas dentro y fuera de Venezuela, el bolívar estaría sobrevaluado en promedio, en más de un 35% para enero del 2000 (OAEF, 2000).

Gráfico No. 5. Venezuela.  
Apreciación del tipo de cambio, enero 1996-mayo 2000



Fuente: BCV, Anuarios Estadísticos de Precios y Mercado Laboral; de Balanza de Pagos; Página WEB.

<sup>33</sup> Este mes base corresponde al tomado por un estudio del BCV sobre el Índice Real de Cambio Efectivo (IRCE). Ver BCV, 1998.

Por otro lado, el Gobierno de Caldera había puesta todas sus esperanzas de reactivación económica en los planes de expansión petrolera, alimentando alentadoras expectativas durante el año 1997 en la medida en que aumentaban las inversiones en ese sector así como sus niveles de producción. La caída de los precios a comienzos del 98 le agrió la fiesta al gobierno, que se vió obligado a echar para atrás sus programas de expansión petrolera y emprender un recorte negociado de la producción en el seno de la OPEP, lo cual inició una profunda recesión en la economía. Cuando se agudiza el efecto "vodka" proveniente del colapso del rublo hacia la mitad de 1998, la respuesta de las autoridades locales fue muy ortodoxa: recortes de gasto y una política de restricción monetaria que elevó las tasas de interés pasivas a niveles del 20% en términos reales durante setiembre de ese año, mientras que las activas llegaban a ser del 45% reales positivas.

El Gráfico No. 6 relaciona los intereses anuales sobre depósitos a plazo en el país y en los EE.UU. "no cubiertos", es decir, incluyendo la devaluación esperada<sup>34</sup>, mes a mes durante los años 97 y 98, y la salida de capitales del sector privado. Ésta se estimó con base en las cifras de venta mensual de divisas (netas) del BCV al sector privado, a las cuales se les sumó las cifras provenientes de la exportación de este sector, para obtener así la oferta de divisas cada mes. A esta cantidad se le restó la importación del sector privado y el resto se asumió que representaría el monto a considerar como salida de capitales de los residentes privados en cada mes, lo cual pudiera significar inversiones directas o indirectas en otros países.

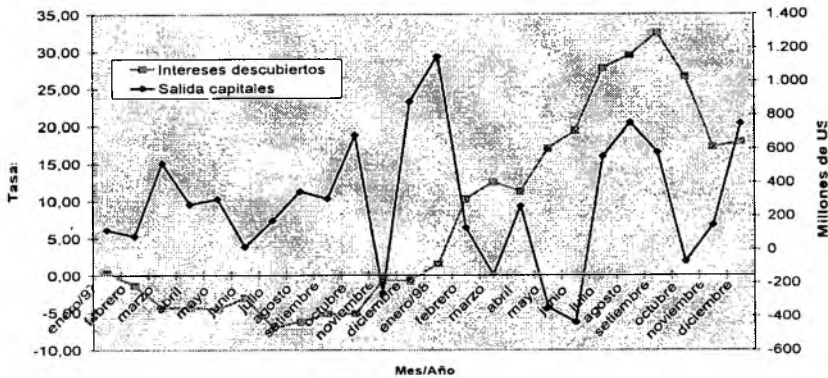
Como puede observarse, durante buena parte del 97 los intereses no cubiertos estaban en contra de mantener depósitos en el país, lo cual se refleja en la salida correspondiente de capitales, tal como lo predeciría la teoría. Asimismo, a finales de ese año casi llega a alcanzarse la paridad en cuanto a intereses no cubiertos y la salida de capitales se convierte en una pequeña entrada. No obstante, durante el año 98 sucede todo lo contrario. La fuerte salida de capitales entre diciembre 97 y enero 98 provoca como respuesta del BCV una fuerte subida en las tasas internas, que hacen fuertemente positivos a los intereses no cubiertos en Venezuela. Ello logra disminuir e incluso revertir la salida de capitales en los meses subsiguientes, pero a partir de julio no hubo forma de atajar la fuga, por más que los intereses no cubiertos alcanzaran una tasa de más del 30% en setiembre.

---

<sup>34</sup> La dificultad de conocer el valor esperado de devaluación hizo que se sustituyera por el valor real de depreciación del año siguiente en el cálculo de los intereses al descubierto para cada mes.



Gráfico No. 6. Venezuela  
Salida de capitales privados e intereses descubiertos.



Fuente: BCV, Anuarios Estadísticos de Balanza de Pagos y del Sector Financiero; Página WEB.

¿Cómo pueden interpretarse estos resultados? Obviamente se trata de un cambio significativo en la percepción de riesgo país que provocó una fuerte salida de capitales, el cual seguramente fue alertado y comentado *in extenso* por la banca de inversiones extranjera y los analistas de riesgo. La teoría económica, por su parte, nos indicaría que ha debido haber ocurrido un deterioro claramente perceptible de uno (o de algunos) de los aspectos fundamentales de la economía venezolana. Puede asumirse que, en este caso, fue la caída estrepitosa de los precios del petróleo. En este sentido, considerando la baja exposición de la economía venezolana al capital financiero internacional, *más que una crisis de contagio, parece haber sido una crisis desatada por los temores generados por la caída en los precios del petróleo, reflejo de la precariedad con que se percibe el valor de nuestra moneda.* Cabe señalar, reforzando este argumento, que no hubo otros cambios que pudieran haber afectado el riesgo-país: se mantuvo el mismo gobierno durante este lapso y este mantuvo en esencia la misma orientación económica. Por demás, a comienzos de 1998, nadie "daba un medio" por el triunfo de Chávez en las elecciones presidenciales de finales de año. Nuevamente, los peligros de la excesiva dependencia del petróleo fue puesta al desnudo por la volatilidad de sus precios en el mercado internacional.

Lo importante en este análisis, empero, es que la salida de capitales registrada puede presumirse que se debió, en gran medida, a los residentes, dada la

débil presencia de la inversión extranjera indirecta en el país comentada en párrafos anteriores. Cabe recordar que los años 94 y 95 fueron de control de cambio, con escasa entrada –pero sí importantes salidas- de capital. En los dos años siguientes, las inversiones en cartera que registra el BID no son muy cuantiosas, por lo que la suma de todas estas inversiones en los cuatro años anteriores a 1998 no llegó a los USA \$700 millones. Una cantidad bastante mayor que esa salió sólo en el mes de enero de 1998. *En total, la salida de capitales privados para 1998 según los cálculos utilizados, monta en USA \$ 3.317 millones, los cuales difícilmente puede pretenderse que correspondan a inversionistas extranjeros.*

Como sabemos, el bolívar no se tuvo que devaluar y el gobierno se felicitó del éxito de sus esfuerzos: se mantuvo la “credibilidad” en la moneda. ¿Cuáles son los costos de tal política? ¿Hasta cuándo puede mantenerse?

#### LA TRAMPA MACROECONÓMICA

Lo antes señalado, si bien se refiere a la presión coyuntural representada por el efecto “vodka” sobre las cuentas externas venezolanas a mediados de 1998, también encuentra una expresión “estructural”, de largo plazo, en la tendencia a arrojar déficits en la cuenta de capital en la medida en que arroja, asimismo, superávits en la cuenta corriente. Ello, como fue examinado anteriormente, constituye una singularidad de Venezuela en el concierto de naciones medianas y grandes de América Latina durante los años 90. En este trabajo quiero exponer lo que debería ser obvio, si bien lo asomo más como hipótesis que como constatación fehaciente: los superávits en cuenta corriente están estrechamente asociados a las salidas de capital. La explicación está en el hecho de que políticas monetarias contractivas instrumentadas para sostener un bolívar sobrevaluado, en conjunción con una gestión fiscal cada vez más deteriorada, han creado una situación claramente adversa a la inversión productiva en Venezuela que resulta en salidas de capitales y depresión del mercado doméstico.

Lamentablemente, éste y el último gobierno han preferido seguir, de “pies juntillas”, políticas macroeconómicas ortodoxas propias de las recetas universales del FMI, sin hacer esfuerzo alguno por investigar su pertinencia respecto a la realidad venezolana. Como se ha venido señalando, la vulnerabilidad externa de Venezuela no depende de su excesiva exposición a la salida de capitales golondrinas, los cuales simplemente se han abstenido de entrar en cantidades significativas al país, sino a la extrema volatilidad de los precios del petróleo y al peso creciente de esta actividad en la economía. Pero en vez de generar un escenario macroeconómico favorable a la diversificación del aparato productivo sobre bases competitivas, las políticas de ambos gobiernos han insistido en reducir el gasto público, anclar el tipo de cambio para combatir la inflación e instrumentar

una política monetaria contractiva en consonancia con lo anterior, mientras la economía cae en una recesión cada vez más profunda y prolongada.

El colmo de esta orientación lo constituye la reforma en 1999 del Fondo de Inversión y Estabilización Macroeconómica (FIEM), bajando a \$ 9 el precio del barril petrolero por encima del cual debían acumularse –y no gastarse durante el mismo ejercicio- la mitad de los ingresos fiscales provenientes de esta fuente<sup>35</sup>. ¿Cómo es posible que, en momentos en que la economía entraba en su peor recesión de los últimos 10 años, el gobierno se haya puesto esta camisa de fuerza? Con ello, la gestión presupuestaria resultó ser claramente pro-cíclica, agudizando la recesión<sup>36</sup>, como lo revelan las cifras de caída en la inversión pública en un 26% desde los ya bajísimos niveles dejados por el gobierno anterior. Tampoco se destinaron recursos para frenar el deterioro en los servicios públicos.

Los deseos de transmitir señales de responsabilidad fiscal a los inversionistas internacionales tropezaron pronto con las demandas de gasto derivadas de tantas necesidades preteridas durante los últimos años. Pero cuando se intentó responder a las expectativas de mejora decretando aumentos de sueldo, prometiendo cumplir con compromisos adquiridos y anunciando algunas inversiones como el plan de viviendas, el gobierno se encontró con la necesidad de endeudarse, por cuanto la reforma al FIEM aludida le impedía hacer uso de aquellos ingresos petroleros por encima de \$ 9 pero por debajo, digamos, de los \$ 15. Dada la percepción de riesgo que tiene Venezuela en los mercados internacionales, este endeudamiento se hizo internamente, duplicándose el monto por este concepto durante el último año hasta alcanzar hoy (agosto de 2000) una cifra equivalente a la tercera parte de la deuda pública externa. De esta manera, la reducción de los pasivos externos logrado durante el gobierno anterior se compensó con este aumento en los pasivos internos: se cambió deuda buena (bajos intereses, plazos largos) por mala (altos intereses, vencimientos cortos).

Como argumenté en un trabajo reciente (García, H, 2000), el gasto público venezolano no es excesivo sino tremendamente ineficiente. Su peso relativo en la economía se ha reducido a niveles muy inferiores que los de los países avanzados y en línea con muchos otros países latinoamericanos señalados como ejemplo de prudencia fiscal. No obstante, en la medida en que en Venezuela se restringía el gasto público aumentaba la burocracia, la cual se incrementó en un 35% entre 1982 y 1997. Como contraparte, bajaron los sueldos (reales) de los empleados públicos hasta la cuarta parte de lo que habían sido, en promedio, en el primero de estos años; la inversión pública real se vino al suelo (casi la tercera

---

<sup>35</sup> La normativa anterior fijaba este precio en el valor promedio del barril de petróleo de los últimos cinco años, el cual ha estado cercano a los USA \$ 15/barril.

<sup>36</sup> Como se sabe, el PIB cayó 7,2% en términos reales en 1999 según el BCV.

parte, en 1999 de lo que fue en 1982); y la compra de insumos varios –materiales de trabajo- se contrajo, en términos reales a sólo la cuarta parte. Los servicios públicos, desde luego, se desplomaron, como lo revela el hecho de que el gasto público (real) por venezolano en educación y salud fue, en promedio, sólo la tercera parte, durante los cinco años del gobierno de Caldera, de lo que habían sido quince años antes.

El colapso institucional del Estado Venezolano ha redundado en crecientes costos, tanto directos como indirectos, para la realización de actividades productivas en el país. A ello se le añade el efecto sobre las tasas de interés y de sobrevaluación del tipo de cambio de las políticas monetarias restrictivas que acompañan esta receta. El triple impacto recesivo que ello produce sobre la actividad productiva doméstica –en particular, sobre la producción de transables no petroleros- no puede sino perpetuar la inestabilidad de la economía venezolana, aumentando su dependencia y vulnerabilidad respecto a lo que pasa en el mercado petrolero internacional. La merma de la credibilidad en el Estado como garante de estabilidad y como proveedor eficiente de bienes públicos –aunado a la inseguridad del presente proceso de transformación política- no hace sino perpetuar las expectativas adversas que alimentan la inflación y la desconfianza en la paridad externa de la moneda. Sobre un piso tan endeble, la fortaleza del bolívar se sostiene exclusivamente con base en los elevados precios del petróleo. Éstos, no obstante, difícilmente puedan permanecer en esos niveles por mucho tiempo.

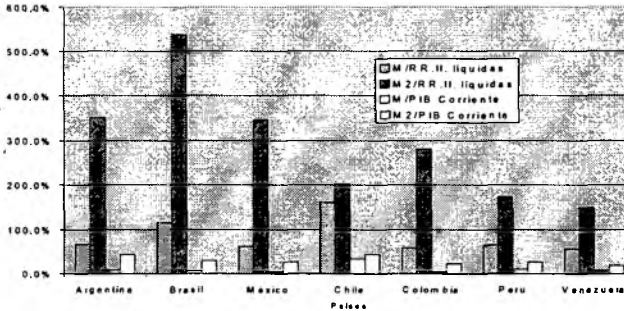
Mención particular merece lo absurdo de instrumentar una política monetaria restrictiva en las actuales circunstancias, con el supuesto de recoger el “exceso de liquidez” y evitar mayores presiones en el mercado cambiario. La desmonetización de la economía venezolana, medida como la relación entre la base monetaria (M) o la liquidez (M2) y el PIB, es la más baja de los últimos 40 años y muy inferior a la de países latinoamericanos con credenciales de ortodoxia en la conducción de sus políticas. Asimismo, el respaldo de ambos agregados monetarios en las reservas internacionales líquidas (sin oro y sin DEGs) es la mejor de todos estos países (Gráfico No. 7). En efecto, según cifras del FMI (1999), la relación entre dinero de reserva<sup>37</sup> y liquidez monetaria con las reservas internacionales líquidas fue, para 1998, de sólo 57% y 148%, respectivamente, la más baja de los países reseñados. La relación de la base monetaria con el PIB fue de apenas 7%, superando sólo a México y Colombia, mientras el ratio entre la liquidez y el PIB fue del 18%, el más bajo entre los siete países. En fin, la política monetaria venezolana ha demostrado ser “más papista que el Papa”, con la distinción adicional de que mientras que en los demás países estas políticas con-

---

<sup>37</sup> Equivalente a la base monetaria.

tractivas no impidieron que crecieran con fuerza durante la mayoría de los años 90, la economía venezolana se encuentra estancada desde 1992.

Gráfico No. 7. Países Grandes y Medianos de América Latina.  
Relación de agregados monetarios, 1998.



Fuente: FMI, International Financial Statistics Yearbook, 1999.

¿Dónde está ese “exceso de liquidez” en una situación de caída tan drástica en el poder adquisitivo de la población venezolana? ¿Cómo puede esgrimirse la necesidad de controlar la expansión de la demanda interna en estas condiciones? Es obvio que nos encontramos aquí frente a una manifestación de la ideología macroeconómica dominante que no guarda correspondencia alguna con la realidad. *El apego acrítico a fórmulas que hubieran podido tener sentido en países con desbordamientos monetarios lleva a instrumentar políticas que intentan controlar –reprimir– la oferta monetaria, ¿cuando es obvio que debe crearse un ambiente favorable a estimular la demanda por dinero!*

Crear un ambiente favorable a la reactivación económica, escapando de la trampa macroeconómica inherente a la aplicación en Venezuela de las fórmulas ortodoxas, pasa por políticas que compensen la sobrevaluación del bolívar y que permitan su corrección en el tiempo con el menor costo posible, como escenario para la mejora sostenida en la productividad de la economía, única solución viable en el tiempo. A ello debe añadirse una reforma a fondo del Estado que reduzca la burocracia, pague sueldos fundamentados en criterios de meritocracia y eleve sustancialmente la inversión, como requisito para mejorar los servicios públicos y proveer las externalidades positivas que favorezcan la inversión productiva sobre bases competitivas. Adicionalmente, debe incentivarse una mayor eficiencia de la banca, para facilitar el acceso al crédito del sector productivo y

elevantasí las tasas de intermediación, seguramente la más baja de los países grandes y medianos de América Latina.

En fin, de no mejorarse el escenario macroeconómico, disminuir los costos excesivos de la ineficiencia estatal y corregirse la sobrevaluación del bolívar, el ingreso proveniente de las rentas que se captan en el mercado internacional del petróleo no encontrarán incentivo alguno para invertirse en el país y continuaremos con los niveles de consumo y de actividad económica deprimidos. Buena parte de este ingreso externo seguirá convirtiéndose en ahorro –superávits en cuenta corriente- y será irremediamente exportado para financiar otras economías. Continuará acentuándose de esta forma la dependencia en los ingresos petroleros, aumentando la vulnerabilidad externa de la economía ante las eventuales caídas en el precio de este hidrocarburo, con consecuencias trágicas para el nivel de vida de la población. Los capitales que se fugan, empero, seguirán siendo en su mayoría, de venezolanos.

## CONCLUSIONES

La teoría económica ha intentado explicar las crisis cambiarias que han sufrido algunos países en desarrollo durante los últimos veinte años aduciendo desequilibrios en aspectos fundamentales de sus economías que, al ser percibidos, desatan una crisis de confianza en la moneda. En particular, ello ocurre en situaciones de sobrevaluación que se consideran insostenibles en el tiempo, dado el desempeño de la economía real. No obstante, la exposición a ataques en contra está fuertemente asociada a la vulnerabilidad externa que muestra la economía ante influjos de capitales de corto plazo. Sin embargo, la globalización financiera ha hecho a los países mucho más vulnerables al contagio de crisis que pueden ocurrir en cualquier otro lugar, dificultando explicar hasta qué punto el desarrollo de la misma puede deberse a causas endógenas o a profecías autocumplidas de especuladores internacionales. En el fondo del debate está el grado en que el comportamiento de los mercados financieros obedece a impulsos racionales o es el resultado de efectos de manada desatado con poco análisis de los fundamentos económicos del país bajo presión. La teoría económica es incapaz de explicar o predecir, desde luego, comportamientos irracionales.

En el caso de las crisis de México y de Argentina, puede observarse una clara relación entre la vulnerabilidad de su moneda sobrevaluada y la entrada de capitales de corto plazo, que se revirtió con el deterioro de las señales del país, aunque en el caso de Argentina el ataque puede haberse iniciado más por razones de contagio que por causas autónomas. Si bien en la crisis de los países asiáticos del 97 fue clara también el efecto del flujo excesivo de capitales de corto plazo, a ello hay que añadir el fuerte apalancamiento del sector privado de esas economías con fondos extranjeros. En este caso, la crisis se dispara ante el

cambio en las condiciones que sostenían la estrategia exportadora de rápido crecimiento. Como característica particular destaca la velocidad e intensidad del contagio entre los países emergentes del lejano oriente, resultado de sus imbricados nexos comerciales y financieros, como con la economía japonesa.

Cuando se examina la vulnerabilidad externa de la economía venezolana, conforme a lo que indicaría la teoría económica y las experiencias de los demás países examinados, destaca una singularidad muy particular. Nuestro país, lejos de arrojar déficits en su cuenta corriente como expresión de una expansión de sus agregados monetarios internos en desproporción con el incremento en la producción de bienes y servicios, muestra una tendencia “estructural” a generar saldos superavitarios en esta cuenta. Aun así, está claro que, para todos los agentes económicos menos uno –PDVSA- el bolívar está sobrevaluado. Ello se explica por la captación de rentas o beneficios extraordinarios por montos significativos en los mercados petroleros internacionales, dado su condición de productor de bajo costo y el precio cuasi-monopólico a que se vende este hidrocarburo. El ingreso extraordinario que, de esta manera entra al país sin guardar correspondencia con la actividad productiva interna, supera significativamente los saldos superavitarios en la cuenta de capital de los demás países medianos y grandes de América Latina.

En términos de su exposición a capitales golondrinas, Venezuela muestra también niveles bastante menos problemáticos que la mayoría de los demás países. Al examinar la reacción frente al efecto contagio de la crisis rusa, vemos que el ataque contra la moneda obedeció más a la drástica caída en el precio del petróleo que a inversiones extranjeras en fuga. Por el contrario, todo indica que la salida de capitales estaba en manos de residentes. Más que una crisis de contagio, dada la baja exposición de la economía venezolana al capital financiero internacional, fue una crisis desatada por los temores que generó la caída en los precios del petróleo, reflejo del piso endeble sobre el cual descansa la estabilidad del bolívar sobrevaluado. Por otro lado, los niveles de monetización de la economía son de los más bajos del continente y el respaldo de los agregados monetarios internos en reservas internacionales bastante superior al de los demás países del área.

Lo anterior permite profundizar en la relación entre los superávits reiterativos que arroja la actividad económica de Venezuela en la cuenta corriente y la tendencia también “estructural” a tener saldos deficitarios en la cuenta de capital. Argumenté que ambos fenómenos están estrechamente asociados, lo cual se debe a la instrumentación de políticas macroeconómicas inspiradas en fórmulas ortodoxas que se han aplicado en otros países –muy distintos del nuestro- sin fundamentación microeconómica alguna en la realidad venezolana. Más bien conforman una trampa macroeconómica, constituida por una situación de sobrevaluación cambiaria, altas tasas de interés y colapso institucional del Estado, que

dificulta sobremanera la actividad productiva doméstica. En un escenario tan desfavorable, la inversión privada se reduce al mínimo y se frena la actividad económica, deprimiéndose el consumo y manteniendo alto el desempleo. La depresión del mercado interno tiene su contraparte en un ahorro doméstico, reflejando superávits en cuenta corriente que son exportados a través de las salidas de capitales, por no encontrar condiciones favorables a su inversión en Venezuela. No obstante, los últimos gobiernos (incluyendo el presente) se han empeñado en mantener las políticas contractivas de la ortodoxia bajo la creencia que nuestro problema es atraer capital extranjero, y no evitar que se fugue el capital nacional. Ello no hace más que acelerar la "reprimarización" de nuestra economía hacia el dominio creciente de la actividad petrolera, aumentando así nuestra dependencia de los ingresos que genera esta actividad y nuestra vulnerabilidad ante la volatilidad en sus precios internacionales, a la par que se deteriora nuestra industria, agricultura y servicios transables. Nada más distante a la preparación necesaria, en términos de competitividad, para crecer y desarrollarnos en este siglo XXI.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Central de Venezuela (varios años), *Informes económicos*, Banco Central de Venezuela, Caracas.
- (varios años), *Anuarios estadísticos de cuentas nacionales; precios y mercado laboral; sector externo; sector financiero...*, Banco Central de Venezuela, Caracas.
- (1991), *Series estadísticas de Venezuela de los últimos 50 Años*, ANTIVEROS, Ignacio (coordinador), Caracas.
- (1998), "Índice Real de Cambio Efectivo y u Indicador de la Efectividad de la Devaluación Nominal. Una Actualización", *Gerencia de Investigaciones Económicas*, junio.
- (2000), [ww.bcv.org.ve](http://ww.bcv.org.ve), *Estadísticas varias...*, Banco Central de Venezuela, Caracas.
- Banco Interamericano de Desarrollo (1998/99), *Informe del progreso económico y social de América Latina*, Washington, D.C.
- (2000), *Estadísticas regionales*, [WWW.iadb.org](http://WWW.iadb.org)
- Banco Mundial (1998), *East Asia: the road to recovery*, Washington D.C.
- Beck, Ulrich (1998), *¿Qué es la Globalización? Falacias del globalismo, respuestas a la globalización*, Paidós, Barcelona.



- Bikhchandani y Sharma (2000), "Herd Behavior in Financial Markets: a Review", *IMF Working Paper*, WP/00/48.
- Caramazza, F., Ricci, Luca y Salgado, Ranil (2000), "Trade and Financial Contagion in Currency Crises", *IMF Working Paper*, WP/00/55.
- 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 Papers* Vol. 36.
- Edwards, Sebastian (1990), *Exchange Rate Misalignment*, World Bank.
- Fondo Monetario Internacional (1999), *International Financial Statistics Yearbook*, Washington, D.C.
- Friedman, Milton (1953), "The Case for Flexible Exchange Rates", en *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago.
- García, H. (2000), "Limitaciones de la política económica actual: La ideología económica en el deterioro del bienestar del venezolano", en *Revista Venezolana de Economía y Ciencias Sociales*, FACES, UCV, 1/2000, Caracas.
- Gómez, Emeterio (1993), *Salidas para una economía petrolera*, Publicaciones CELAT/Editorial Futuro, Caracas.
- Guerra, José y Pineda, Julio (2000), "Trayectoria de la Política Cambiaria en Venezuela", BCV, Vicepresidencia de estudios.
- Isard, Peter (1995), *Exchange Rate Economics*, Cambridge University Press, New York.
- Junior, Antonio J., Ferrari F., Fernando y De Paula, Luiz Fernando (2000), "Modelos de Crisis Cambiarias, Inestabilidad Financiera y Reforma del Sistema Monetario Internacional: Una Visión Postkeynesiana", en *Nueva Economía*, Año VIII, Nº 13, Caracas.
- Krugman, Paul (1998), "The Confidence Game: How Washington worsened Asia's crash", en *New Republic online*, [www.thenewrepublic.com](http://www.thenewrepublic.com).
- Manmohan S. Kumar, Paul Masson y Marcus Miller (2000), "Global Financial Crises: Institutions and Incentives", *IMF Working Papers*, WP/00/105.
- Nagayasu, Jun (2000), "Currency Crisis and Contagion: Evidence from Exchange Rates and Sectorial Stock Indices of the Phillipines and Thailand", *IMF Working Papers*, WP/00/39.

Oficina de Asesoría Económica y Financiera, Poder Legislativo Nacional (2000), "Informe de Coyuntura, Cuarto Trimestre, 1999", Caracas.

Stiglitz, Joseph (2000), "The Insider: What I learned at the world economic crisis", *New Republic online*, [www.thenewrepublic.com/041700](http://www.thenewrepublic.com/041700).

Williamson, John (1990), "On the Origins and Course of Latin America's Economic Crisis", presentado en "*Senior Policy Seminar. Latin America: Facing Challenges of Adjustment and Growth*", Banco Mundial/IESA, Caracas, julio 10-22, 1999.

Zambrano, Luis y Vera, Leonardo (2000), *¿Está el BCV administrando una banda cambiaria?*, mimeo, Caracas.