

REVISTA VENEZOLANA DE **ANALISIS DE COYUNTURA**



Volumen VI / Nº 2
Julio-Diciembre 2000
Caracas

MESA REDONDA: LA GLOBALIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO. EL CASO VENEZOLANO

Why do countries float the way they float?
Ricardo Hausman, Hugo Panizza y Ernesto Stein

Sistemas bancarios y globalización: experiencia venezolana.
Sary Levy C.

La vulnerabilidad ante las crisis cambiarias: el caso venezolano.
Humberto García Larralde

**Reflexiones sobre la política monetaria en una economía
pequeña y abierta, con referencia especial al caso Venezuela.**
Luis Mata Molleja

Convergencia, moneda única y dolarización: Quo Vadis?
Armando León

ARTICULOS

**A chronicle of a Latin American country
financial crash: the case Venezuela.**
Leonardo Vera

Capital especulativo parasitario, capital ficticio e crise no Brasil.
Paulo Nakatani

**El ahorro privado en Venezuela 1968-1994,
una interpretación de la evidencia empírica.**
Carlos Peña

Globalización y empresas globales.
Edna Esteves

**Implicaciones del contexto inflacionario sobre la inversión
en el sector manufacturero venezolano.**
Angel García y Shakyra Plaza

**Análisis de incidencia impositiva de los impuestos
directos en Venezuela 1988-1997.**
Tatiana Lamanna

Las perspectivas del gas y su regulación en Venezuela.
Iván Orellana

**Instituto de Investigaciones Económicas
y Sociales Dr. Rodolfo Quintero
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales
Universidad Central de Venezuela**



REVISTA VENEZOLANA DE

ANALISIS DE COYUNTURA

Volumen VI, No. 2, julio-diciembre 2000

Depósito Legal pp. 199502DF22
ISSN: 1315-3617

Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales
Residencia 1-A, Piso 3, Ciudad Universitaria, Los Chaguaramos
Caracas 1051A. Apdo. 54057
E-Mail. coyuntura@hotmail.com

UNIVERSIDAD CENTRAL DE VENEZUELA

RECTOR

Giuseppe Giannetto

VICERRECTOR ACADÉMICO

Ernesto González

VICERRECTOR ADMINISTRATIVO

Manuel Mariña

SECRETARIA

Elizabeth Marval

Facultad de Ciencias Económicas y Sociales

DECANO

Víctor Rago

COORDINADOR ACADÉMICO

Jesús Oyalbis

COORDINADORA ADMINISTRATIVA

Omaira Santoyo

COORDINADOR DE EXTENSIÓN

Eira Ramos

Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales

«Dr. Rodolfo Quintero»

DIRECTOR

José Rafael Zanoni

SUB-DIRECTORA

Alicia Ortega de Mancera

COORDINADORA DE LA PUBLICACIÓN

Thaís Ledezma

CONSEJO TÉCNICO

José Rafael Zanoni, Alicia Ortega de Mancera, Thaís Ledezma, Absalón Méndez, Alberto Camardiel, Lourdes Urdaneta, Gerardo Navarro, Bibiano Figueroa

REVISTA VENEZOLANA DE ANÁLISIS DE COYUNTURA

Vol. VI, No. 2, julio-diciembre 2000

DIRECTORA

Thaís Ledezma

COMITÉ EDITORIAL

Cristina Mateo • Franklin González • Leonardo Vera
Sary Levy • Rubén Alayón • Félix Gerardo Fernández • María Antonia Moreno

COMISIÓN ASESORA

Absalón Méndez • Alberto Camardiel • Alejandro Puente • Armando Martel
Augusto de Venanzi • Betty Pérez • Boris Lima • Carlos E. Padrón
Edgardo Lander • Eduardo Ortíz Ramírez • Elizabeth Mata • Guillermo Ramírez
Guillermo Rebolledo • Héctor Valecillos • Humberto García • Isbelia Lugo
José Rojas • Luis Beltrán Salas • Miguel Bolívar • Raúl Crespo
Rigoberto Lanz • Senny Hernández • Tosca Hernández
Trino Márquez • Víctor Córdoba

RESPONSABLE DE EDICIÓN

Milagros Becerra León

PORTADA

Daniela Ulián

CORRECCIÓN DE ESTILO

Leonor Esteves

COLABORADORES

María T. De Freitas • Karelys Abarca • Gina Báez Lander

La REVISTA VENEZOLANA DE ANÁLISIS DE COYUNTURA
es una publicación semestral del
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS Y SOCIALES «DR. RODOLFO
QUINTERO», arbitrada e indizada en la *Bibliografía Socioeconómica* editada por
REDINSE. Fundada en 1981 como *Boletín de Indicadores Socioeconómicos*,
el actual nombre se adoptó en 1995

Es una publicación auspiciada por el
Consejo de Desarrollo Científico y Humanístico de la Universidad Central de Venezuela
y por el Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Tecnológicas

Contenido

EDITORIAL.....	7
MESA REDONDA: LA GLOBALIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO. EL CASO VENEZOLANO	9
Why do countries float the way the float?	11
<i>Ricardo Hausman, Hugo Panizza and Ernesto Stein</i>	
Sistemas bancarios y globalización: experiencia venezolana.	57
<i>Sary Levy C.</i>	
La vulnerabilidad ante las crisis cambiarias: el caso venezolano ..	85
<i>Humberto García Larralde</i>	
Reflexiones sobre la política monetaria en una economía pequeña y abierta con referencia especial caso Venezuela.....	127
<i>Luis Mata Molleja</i>	
Convergencia, moneda única y dolarización: Quo Vadis?	151
<i>Armando León</i>	
ARTÍCULOS	175
A choronicle of a Latin America country financial crash: the case Venezuela.....	177
<i>Leonardo Vera</i>	
Capital especulativo parasitário, capital fictício e crise no Brasil.....	209
<i>Paulo Nakatani</i>	
El ahorro privado en Venezuela 1968-1994, una interpretación de la evidencia empírica.....	237
<i>Carlos Peña</i>	
Globalización y empresas globales.....	269
<i>Edna Esteves</i>	

Implicaciones del contexto inflacionario sobre la inversión en el sector manufacturero venezolano	281
<i>Angel García y Shakyra Plaza</i>	
Análisis de incidencia impositiva de los impuestos directos en Venezuela 1988-1997	309
<i>Tatiana Lamanna</i>	
Las perspectivas del gas y su regulación en Venezuela	341
<i>Ivan Orellana</i>	
INDICADORES	383
Ingreso per cápita en Venezuela	385
Utilidades Netas del Banco Central de Venezuela (Segundo semestre de 1999, primer semestre del 2000)	394
DOCUMENTOS Y RESEÑAS	395
Teoría de los espejismos	397
<i>Jorge Rivadeneira</i>	
Los fondos mutuales y los sistemas financieros	400
<i>Sary Levy C.</i>	
ABSTRACTS - RESÚMENES	401

EDITORIAL

Con gran satisfacción en la presente edición de la Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura publicamos cinco artículos elaborados especialmente para la Mesa Redonda sobre "Perspectiva Venezolana ante la Globalización del Sistema Financiero", auspiciada por el Banco Central de Venezuela y el Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales "Dr. Rodolfo Quintero" de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales. (3 de noviembre de 2000)

El primer artículo responde la pregunta ¿Por qué los países flotan de la manera que flotan? *Why Do Countries Float the Way the Float?*, donde Hausman, Panizza y Stein documentan las diferencias que se observan entre los países que tienen sistemas de cambio flotante entre bandas y presentan un modelo que explica las respuestas óptimas de un Banco Central para minizar la función de pérdida normal. En los resultados del estudio modelístico se encontró una relación fuerte y robusta entre el tipo de cambio y la capacidad de un país de contraer préstamos internacionales en su propia divisa. Seguidamente, Sary Levi diserta sobre las transformaciones de los sistemas financieros en el marco de la globalización y los retos que han tenido que enfrentar los países menos desarrollados, haciendo particular mención al caso venezolano y García Larralde explora las razones que pueden explicar la vulnerabilidad de la economía venezolana ante las crisis cambiarias, concluyendo que esta vulnerabilidad depende fundamentalmente de las caídas de los precios del petróleo que propician las salidas de capitales. Continuando con el tema de discusión de la Mesa Redonda, Mata Mollejas delinea en su trabajo los alcances de la nueva banca central y de su política en una economía pequeña y abierta como la venezolana, finalmente, Armando León argumenta sobre los requerimientos y las consecuencias en cuanto al tema de la convergencia sobre la moneda única y la dolorización.

Seguidamente, Leonardo Vera detalla los eventos que precipitaron la crisis financiera en Venezuela de los años 1994 y 1995 y examina la manera en que fraguaron los problemas, señalando los factores que causaron y precipitaron este colapso financiero y, Nakatani, analiza la relación entre capital monetario y capital real en la crisis de la economía brasilera al final de los 90, llegando a la conclusión de que las medidas tomadas por el gobierno brasilero aumentaron la dependencia de la economía brasilera de los intereses del capital especulativo.

El resto de la artículos se refieren a otros temas de la economía, Peña presenta un modelo donde demuestra que el ahorro privado en Venezuela entre 1898 y 1994 muestra un lento ajuste hacia el equilibrio a largo plazo y señala la necesidad de corregir los equilibrios macroeconómicos, Edna Esteves aborda aspectos importantes de la globalización en la América Latina, García y Plaza

enfocan el trabajo en el contexto de la inflación y la vinculación de los mercados financieros y reales con la inversión en el sector manufacturero venezolano para el período 1968-1997, Lamanna, analiza la incidencia impositiva de los cambios realizados en el sistema tributario directo venezolano a partir de 1989 y Orellana realiza un análisis exhaustivo de las perspectivas que se abren para Venezuela en el sector gas con la promulgación de la Ley Orgánica de los hidrocarburos Gaseosos.

Finalmente, se incluyen las acostumbradas secciones de indicadores y reseñas y documentos.

Agradecemos a los autores su colaboración y a nuestros lectores su amplia receptividad.

Saludamos a la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales por su 62 aniversario de su fundación.

Mesa redonda:

La globalización
del sistema financiero.
El caso venezolano

WHY DO COUNTRIES FLOAT THE WAY THEY FLOAT?

Ricardo Hausmann, Ugo Panizza and Ernesto Stein^{*}
RESEARCH DEPARTMENT. INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK

Abstract:

Countries that are classified as having floating exchange rate systems (or very wide bands) show strikingly different patterns of behavior. They hold very different levels of international reserves and allow very different volatilities to the movements of the exchange rate relative to the volatility that they tolerate either on the level of reserves or on interest rates. We document these differences and present a model that explains them as the optimal response of a Central Bank that attempts to minimize a standard loss function, in an environment in which firms are credit-constrained and incomplete markets limit their ability to avoid currency mismatches. This model suggests that the difference in the way countries float could be related to their differing levels of exchange rate pass-through and the differing ability to avoid currency mismatches. We test these implications and find a very strong and robust relationship between the pattern of floating and the ability of a country to borrow internationally in its own currency. We find weaker and less robust evidence on the importance of pass-through to account for differences across countries with respect to their exchange rate/monetary management.

Keywords: Exchange rate, Emerging Markets, Dollarization.

1. INTRODUCTION

During the last few years, there has been a substantial increase in the number of countries that have adopted flexible exchange regimes. However, countries that are formally classified as having floating exchange rate regimes (or very wide bands) show remarkable differences regarding the way in which they manage exchange rate policy. They hold very different levels of international reserves, show different propensities to intervene in the foreign exchange

^{*}Hausmann is the Chief Economist of the Inter-American Development Bank, Panizza, and Stein are economists in the Research Department of the Inter-American Development Bank, 1300, New York Ave. NW, 20577 Washington, D.C. Email: RICARDOH@IADB.ORG; UGOP@IADB.ORG; ERNESTOS@IADB.ORG. We would like to thank Patricia Cortés for excellent research assistance and Eduardo Fernandez Arias, Michael Gavin, participants to the Inter-American Seminar in Economics held at CEMA and seminars at IDB and LACEA Winter Camp for very helpful comments. We are also grateful to Melissa Fiorelli, Denis Petre and Rainer Wiedera for making unpublished BIS data available. All remaining errors are our own. The views expressed here are those of the authors, and do not necessarily reflect those of the Inter-American Development Bank.

market, and allow very different degrees of exchange rate flexibility in response to shocks.

Standard textbook discussions of exchange rate regimes emphasize that the main advantages of flexibility derive from the ability to respond to shocks with an independent monetary policy. These discussions emphasize the role of monetary policy for output stabilization. More recently, there has been a growing consensus among economists and policymakers suggesting that countries that decide to adopt a floating regime should use monetary policy to target inflation. In particular, Svensson (1997) has formally shown the optimality of inflation targeting implemented through a "Taylor rule" in which interest rate adjustments depend on changes in inflation and output. However, Ball (1998) has shown that, while inflation targeting and standard Taylor rules are appropriate for closed economies, this may not be the case for open economies in which the pass-through from exchange rate to prices is high. In particular, he shows that, because of its effect on prices, monetary authorities should also be concerned about the exchange rate. While Ball emphasizes the role of exchange rate pass-through, recent work by Aghion et al. (2000) and Bacchetta (2000) suggests an alternative reason to be concerned with exchange rate when conducting monetary policy: the presence of foreign currency debt in the balance sheet of firms. They show that when firms hold a large fraction of their debt in foreign currency, monetary policy becomes increasingly complex. This is due to the fact that, while reductions in interest rate can have an expansionary effect through a credit channel, the depreciation brought about by the interest rate reduction can be contractionary through a balance sheet channel.

In this paper, we document the main differences in exchange rate management among countries that have formally adopted flexible exchange rate regimes¹. We concentrate on three different aspects of exchange rate management: the stock of reserves, the relative volatility of exchange rates *vis a vis* reserves, and the relative volatility of exchange rates *vis a vis* interest rates. We then present a model that explains these differences by emphasizing both the role of exchange rate pass-through (as in Ball, 1998) and the role of liabilities denominated in foreign currency (as in Aghion et al, 2000). In particular we model the behavior of a Central Bank that attempts to minimize a standard Barro-Gordon loss function in an environment in which depreciations lead to inflation, and firms are credit-constrained and have currency mismatches in their balance sheets. High levels of exchange rate pass-through may lead the Central Bank to

¹Other papers which have highlighted differences across countries under similar exchange rate regimes include Levy Yeyati and Sturzenegger (1999), Calvo and Reinhart (2000), and Edwards and Savastano (1999).

be more concerned about exchange rate movements. Similarly, the existence of important currency mismatches in the economy may lead the Central Bank to limit exchange rate volatility, as depreciations can hurt those exposed to foreign currency liabilities and thus affect output.

After constructing measures of pass-through, as well as the ability of countries to avoid currency mismatches in their balance sheets, we test the implications of the model. Using a sample of 30 countries with *de facto* floating exchange rate regimes or wide bands, we find a very strong and robust relationship between a country's pattern of floating and its ability to borrow internationally in its own currency, which we use as an indicator of ability to avoid currency mismatches. More specifically, countries that can borrow abroad in their own currency tend to keep a smaller stock of reserves, and allow a higher volatility of exchange rates *vis a vis* reserves or interest rates. We find weaker and less robust evidence on the importance of exchange rate pass-through as a determinant of differences across countries regarding their exchange rate management.

The paper is organized as follows. Section 2 documents the differences in exchange rate management among countries that formally have floating exchange rate regimes or wide bands. Section 3 briefly discusses the theoretical model, based on Aghion *et al* (1999), which is derived formally in the Appendix. It then presents our main explanatory variables, the degree of exchange rate pass-through and the ability of countries to borrow in their own currency, and empirically tests the implications of the model. Finally, Section 4 concludes.

2. HOW DO FLOATERS FLOAT?

In this section, we document important differences in the behavior of countries that formally have floating exchange rate regimes or wide bands, regarding the management of the exchange rates. It is important first to define the sample of countries that will be studied. For this, we worked with the IMF classification of exchange rate regimes, using the November 1999 issue of the IFS (which corresponds to regimes as of June 30th, 1999). The countries in our sample correspond to the following categories from the Exchange Arrangements classification of the IMF:

- *Independently floating*: as of June 1999, there were 48 countries classified under this label. More than half of these countries, however, are very small economies, mostly in Africa and the Middle East. Since our interest is to look at the behavior of floaters in Latin America as

compared to developed and emerging market economies, we restrict the sample to exclude such small countries². The 17 countries we do include from this group are the following: Australia, Brazil, Canada, India, Indonesia, Japan, Korea, Mexico, New Zealand, Peru, Philippines, South Africa, Sweden, Switzerland, Thailand, United Kingdom, and the United States. To this group, we add Germany, which is classified as part of a monetary union (the Euro Area) but which can be considered to be floating independently *vis a vis* the dollar.

- *Managed floating with no preannounced path for exchange rate*: For the same reasons as above, out of 25 countries in this category, we include in our sample the following seven: the Czech Republic, the Dominican Republic, Guatemala, Jamaica, Norway, Paraguay, and Singapore.
- *Exchange rate with crawling or horizontal bands*: From this group, we only include countries in which the width of the band was at least 18 %, in order to provide sufficient flexibility. The five countries included under this last category are Colombia (crawling band of $\forall 9\%$), Chile (crawling band of $\forall 16\%$); Greece (horizontal band of $\forall 15\%$), Israel (crawling band of $\forall 15\%$) and Poland (crawling band of $\forall 12.5\%$). Of these countries, Chile and Colombia have more recently adopted independently floating exchange rate regimes.

As a result, our sample includes 30 countries: the G-3 (the US, Germany and Japan); nine other industrial countries (Australia, Canada, Greece, Israel, New Zealand, Norway, Sweden, Switzerland, and the United Kingdom); nine Latin American and Caribbean countries (Brazil, Chile, Colombia, Dominican Republic, Guatemala, Jamaica, Mexico, Paraguay and Peru); and nine other developing countries (the Czech Republic, Korea, Philippines, Indonesia, India, Poland, Singapore, South Africa and Thailand). For some purposes, we will later divide the two last groups into emerging countries and other developing countries.

² There are 30 countries which we exclude from the independently floating category. These are Afganistan, Albania, Angola, Armenia, Congo, Eritrea, Gambia, Georgia, Ghana, Guinea, Guyana, Haití, Kazajstán, Liberia, Madagascar, Mauritius, Moldova, Mongolia, Mozambique, Papua New Guinea, Rwanda, Santo Tomé y Príncipe, Sierra Leona, Somalia, Sudán, Tanzania, Uganda, Yemen Republic, Zambia, and Zimbabwe. We also excluded Ecuador, since it only adopted (briefly) a floating regime in February 1999, in the context of a crisis, and has since moved on to dollarization.

In what follows, we describe how the different countries behave by focusing on three aspects of their exchange rate management: a) the stock of reserves with which they float; b) the extent to which they use these reserves to stabilize the exchange rate; and c) the extent to which they use interest rates to stabilize the exchange rate.

2.1 The stock of reserves: some countries float with lifejacket

One of the dimensions in which floating countries differ very substantially is the level of reserves they maintain. A country that floats without regard for the level of the exchange rate does not need a lot of reserves to manage the exchange rate. In contrast, countries which for some reason are not willing to let the exchange rate take any level need a large cushion of reserves to conduct exchange rate policy.

The first column of Table 1 presents the level of reserves in each of the countries in our sample, normalized in each case by broad money (M2). The value of reserves corresponds to the average from April 1998 through April 1999. The table shows very substantial differences across countries. Most striking is the high level of reserves held by emerging country floaters, as compared to industrialized floaters. While countries such as Singapore, Peru and Chile have reserves that exceed 50% of M2, most industrial countries keep a stock of reserves below 10% of M2. The differences in this dimension are clearly illustrated at the bottom of Table 1. On average, emerging market floaters keep reserves equivalent to 38% of M2, six times as much as do G-3 floaters, and more than twice as much as other industrial countries³. The level of reserves in emerging countries is even higher than that in non-emerging developing countries. In general, these results support Calvo's argument that emerging countries seem to be floating "with lifejacket". It is interesting to note that Argentina and Uruguay, perhaps the two countries in Latin America that have a stronger commitment in terms of their exchange rate, have levels of reserves below those of most of their floating counterparts in Latin America⁴.

³ We define as emerging markets the following countries: Brazil, Chile, Colombia, Czech Republic, South Korea, Mexico, Peru, Philippines, Poland, Singapore, South Africa, and Thailand.

⁴ Reserves/M2 are approximately 28% in the case of Argentina, and 20% in the case of Uruguay.

Countries	International reserves over M2		Volatility of depreciation divided by volatility of:			
	Level	Rank	International reserves		Interest rate	
			Level	Rank	Level	Rank
AUSTRALIA	0.06	25	6.91	5	90.21	3
BRAZIL	0.25	14	2.92	8	12.13	24
CANADA	0.06	26	3.37	7	23.46	12
CHILE	0.49	3	0.42	25	7.96	27
COLOMBIA	0.41	5	0.93	19	8.48	26
CZECH REPUBLIC	0.31	8	1.26	16	13.97	20
DOMINICAN REPUBLIC	0.09	23	1.58	14	11.57	25
GERMANY	0.11	21	2.84	9	157.91	2
GREECE	0.36	6	0.39	28	25.02	9
GUATEMALA	0.30	9	0.42	26	24.94	10
INDIA	0.13	20	1.21	17	3.70	29
INDONESIA	0.34	7	2.15	13	23.38	13
ISRAEL	0.26	12	0.76	21	21.38	15
JAMAICA	0.25	15	0.27	30	2.75	30
JAPAN	0.05	28	30.45	1	377.26	1
KOREA SOUTH	0.24	16	1.35	15	14.14	19
MEXICO	0.30	10	0.84	20	6.99	28
NEW ZEALAND	0.06	27	12.68	4	23.78	11
NORWAY	0.29	11	0.36	29	12.34	23
PARAGUAY	0.26	13	0.62	23	12.38	22
PERU	0.64	2	0.51	24	13.13	21
PHILIPPINES	0.24	17	2.32	11	38.50	8
POLAND	0.45	4	0.42	27	14.58	18
SINGAPORE	0.88	1	0.69	22	20.00	16
SOUTH AFRICA	0.06	24	2.47	10	22.80	14
SWEDEN	0.14	19	0.98	18	62.59	5
SWITZERLAND	0.09	22	2.27	12	40.43	7
THAILAND	0.23	18	6.62	6	15.16	17
UNITED KINGDOM	0.02	29	17.95	3	46.54	6
UNITED STATES	0.01	30	19.38	2	69.63	4
<i>Averages by country grouping</i>						
G3	0.06		17.55		201.60	
OTHER INDUSTRIALIZED	0.15		5.07		38.42	
EMERGING COUNTRIES	0.37		1.76		15.65	
OTHER DEVELOPING	0.21		0.82		11.06	
LAC EMERGING	0.42		1.12		9.74	
EAST ASIA	0.39		2.63		22.23	
ALL COUNTRIES	0.25		4.18		40.57	

2.2 Stabilizing exchange rates with reserves

To what extent do floaters attempt to stabilize exchange rates by intervening in the foreign exchange market? In order to answer this question, we look at the relative volatilities of the exchange rate and of reserves. We work with relative

volatilities, because comparisons based solely on the volatility of exchange rates alone, or of reserves alone, could be misleading. Comparing exchange rate volatilities does not provide a complete idea of the willingness of a country to defend its parity. The exchange rate in a country could be more volatile than that in another simply because it is subject to larger external shocks, even if the authorities intervene heavily to keep the exchange rate within certain limits. Comparing volatility of reserves may be problematic too. Reserves may be very stable during a period due to the absence of shocks, even in a country that would intervene heavily if a shock warrants it. A possible drawback of using relative volatilities is that one does not know if the ratio is high because of the numerator being unusually high, or the denominator unusually low. For this reason, Table 1A in the appendix presents the volatility of reserves, and that of exchange rates country by country, as well as the ranking of the countries in the sample according to each of these measures.

As a measure of exchange rate volatility, we use the standard deviation of the rate of depreciation⁵. As a measure of the volatility of reserves, we use the standard deviation of the stock of reserves, normalized by the dollar value of the stock of broad money (M2). In order to avoid changes in the exchange rate from affecting the measured volatility of reserves through the dollar value of M2, the monetary aggregate is averaged over the period under consideration. More precisely, the indicator of the degree to which countries intervene in the foreign exchange markets using reserves is given by:

$$std(DEP)/std(RES/\overline{M2}).$$

This indicator provides information about how flexible exchange rate regimes are in reality. Under a truly fixed exchange rate regime or a crawling peg with a constant rate of crawl, the standard deviation of devaluations would be zero. Therefore, our indicator would take a value of zero as well. In a purely floating regime, in which there is no foreign exchange intervention at all, the denominator would be 0, and our index would tend to infinity. The value of the index can give

⁵ We prefer this measure to the volatility of the exchange rate, since it is possible that the (implicit) objective of the intervention is to achieve a crawling peg with a fairly constant rate of crawl, rather than simply to keep the exchange rate at a certain level. We also worked with an alternative index of foreign exchange intervention, which considers the volatility of changes in reserves rather than levels. The results are very similar, and are therefore not reported here.

us a good indication of the degree to which, independently of the formal classification, the regime is "de facto" floating or not⁶.

In calculating our foreign exchange intervention indicator, an important aspect is to define which exchange rate should be used in the calculations for each country. While the exchange rate *vis a vis* the US dollar is the natural one to use in most cases, there are some cases in which the exchange rate *vis a vis* other currencies is more appropriate. For the case of countries in Europe, we use the exchange rate against the Mark as a basis for our calculations. In the case of New Zealand, we use the Australian dollar, since the links to this currency are much stronger than those to the US dollar. In the case of the United States, we used the nominal effective exchange rate as the basis for our indicators. In all other cases, we used the exchange rate with respect to the US dollar⁷.

The second column of Table 1 shows the results of our index of foreign exchange intervention. For most countries, the values of the index correspond to the period January 1997-April 1999 (or until the latest month available from IFS). In the case of countries which abandoned fixed or intermediate exchange rate regimes after January 1997, we chose to start the period of measurement three months after the regime shift, in order to exclude the initial period, so as to give the exchange rate enough time to stabilize at a new level⁸.

As with the stock of reserves, the differences among floating countries are striking. The relative volatility of exchange rates *vis a vis* that of reserves is very large in Japan, the United States and the UK, suggesting that these countries are very close to a pure float. Germany and Australia also show high values for this index. At the other end of the spectrum, we find a mix of countries that seem to intervene substantially in the foreign exchange market, demonstrating a behavior closer to that of fixed regimes. Some of them are from Latin America (Chile, Guatemala, Peru and Paraguay), while others are the countries of the European Union that have not joined the Euro (Greece, Norway, and Sweden), which show a preference to keep their exchange rates *vis a vis* their neighbors very stable. Among the East Asian floaters, Singapore is the one that seems to intervene the most. Interestingly, the set of countries at the lower extreme of the index includes countries with wide bands (such as Greece and Chile), countries under managed floating regimes (such as Guatemala, Norway, Paraguay and Singapore) and countries which are labeled as independent floaters (Sweden, and Peru).

⁶ Sturzenegger and Levi Yeyati (1999) use volatility of reserves and exchange rates in order to classify countries according to their "de facto" regimes.

⁷ Data on exchange rates and on reserves was taken from IFS.

⁸ In the case of Indonesia, we started 5 months after the regime shift in order to avoid a period of extreme instability.

At the bottom of Table 1 we show the index, averaged according to country groups. The index for the emerging countries is one tenth that corresponding to the G-3, one half that of other developed floaters, and twice the size of that in other developing countries. This clearly shows that the ability to float freely is closely associated to the level of development. Among the emerging floaters, those in East Asia seem to be closer to the ideal float, in comparison to the Latin American countries. However, with the exception of Indonesia and Thailand, even these countries are very far from de facto independent floating.

2.3 Stabilizing exchange rates with interest rates

In the previous section we focused on one of the variables that monetary authorities can use to manage exchange rates: the reserves. But intervention in the foreign exchange market is not the only channel that monetary authorities have in order to influence movements in the exchange rate. They can also affect it by tightening or loosening monetary policy. Thus, in this section we will look at the relative volatility of exchange rates and interest rates as another indicator of the degree to which economic authorities are willing to let the exchange rate float freely.

As was the case with our previous indicator, if exchange rates are fixed or follow a crawling peg with a constant rate of crawl, this indicator would be zero. Low values of this indicator would suggest that exchange rates are very stable relative to interest rates. This could be due to attempts by the monetary authorities to stabilize exchange rates using interest rates. Admittedly, interest rates could be used for other purposes, namely output stabilization, but it would be hard to argue that the high volatility of interest rates we see in most emerging countries could be due to this motive.

Some authors such as Levi Yeyati and Sturzenegger (1999) have suggested that, while wide movements in interest rates may be an indication of heavily managed exchange rates, they are also consistent with floating regimes coupled with inflation targets, particularly in countries in which the exchange rate pass-through is high. While this "observational equivalence" may be a concern when trying to classify countries into different regimes, it does not pose a problem here. We want to show that different countries float in different ways. For our purposes, it is not important to know if there is a concern about exchange rates per-se. What matters is whether authorities act "as if" that concern existed.

In addition to these more conceptual points, examples abound of countries that have in fact used interest rates actively in order to avoid the depreciation of the currency. The behavior of some European countries before the 1992 collapse

of the EMS is a case in point. The increase in Brazilian interest rates prior to the collapse of the Real is a recent Latin American example. These considerations justify the focus on the behavior of interest rates as a variable of interest.

In order to compute the relative volatility of devaluations *vis a vis* interest rate, we used, when available, money market interest rates from IFS. In cases in which these rates were unavailable, we used data on money market rates from Bloomberg and, when these were unavailable or the series not long enough, we replaced money market rates with lending or deposit rates from IFS⁹. As was the case with the reserves, the index corresponds to the period January 1997-April 1999 (or until the latest month available from IFS), except for those countries which abandoned fixed exchange rate regimes after January 1997, in which case we started the period of measurement three months after the regime shift.

The relative volatility of devaluations *vis a vis* interest rate is presented in the third column of Table 1. As in the case of our other measures, there are very substantial differences across countries. Japan is by far the country with the highest ratio. Table A1 in the Appendix shows that the volatility of exchange rates in this country is not unusually high, but the volatility of interest rates is well below that of all other countries. In the G-3 countries as a group, the ratio of volatilities is one order of magnitude larger than in the case of emerging countries, while in other developed countries the ratio is more than twice as large. Interestingly, the ratio is very low in most countries in Latin America, whether they are classified as emerging or other developing. In fact, eight out of the ten countries with the lowest ratios are from this region.

3. WHY DO COUNTRIES FLOAT THE WAY THEY FLOAT?

In this section, we attempt to uncover some of the reasons for the difference in behavior among floaters discussed in Section 2. We focus on two separate

⁹ Rather than working with annual interest rates, for the calculation of the volatility of interest rates we converted annual rates into monthly rates. The reason is the following: if a country has, during the period under study, a downward trend in inflation, this will translate into a downward trend in interest rates, as well as in monthly devaluation. By using the same unit of time for the devaluation and the interest rates, we ensure that the effect of these trends due to changes in inflation on both volatilities will be fairly symmetric, and will more or less cancel out when the relative volatilities are calculated. The countries for which we did not have data on money market interest rates are: Chile, Greece, Guatemala, Jamaica, New Zealand and Philipines (for which we used deposit rates) and Colombia, Dominican Republic, Israel, Paraguay, Peru and Poland (for which we used lending rates).

aspects: pass-through from exchange rates to prices and extent of foreign currency liabilities.

Authorities may care about the exchange rate in countries in which the pass-through from exchange rates to prices is large, and inflation is an important consideration. Attention to the exchange rate should be smaller in countries where the effects of exchange rate changes on prices is small, or when the pass-through takes a long time to take effect. To study this hypothesis, we develop a rough measure of the pass-through from exchange rates to prices for the countries in our sample. We then use this measure to test whether the countries with high pass-through tend to intervene more in the foreign exchange market, either through reserves or interest rates.

Authorities may also care about the exchange rate in countries in which there are large currency mismatches in the balance sheets of firms, banks, households or the government. If these mismatches are important, depreciations may generate widespread bankruptcies (if the currency mismatches are in the private sector) or result in serious fiscal consequences (if the currency mismatches are in the public sector) or both¹⁰. This may create incentives for the policymakers to avoid large depreciations. In order to capture the potential for currency mismatches, we will use a variable that captures the ability of countries to borrow abroad in their own currency, and test whether it has an effect on the degree of exchange rate intervention. After considering each of these potential determinants separately, we end the section by discussing their impact when they are both included in the analysis.

3.1 A simple model of the behavior of the Central Bank

To set the stage for the empirical analysis, we develop a simple model of the behavior of a Central Bank in response to shocks, in a context in which depreciation leads to inflation, and a portion of debt is denominated in foreign currency. The formal model (based on Aghion *et al.*, 1999) is derived in the appendix; here we just discuss the main building blocks of the model, as well as its implications.

We assume that the Central Bank sets interest rates/exchange rates so as to minimize a standard Barro-Gordon loss function, which depends on inflation and

¹⁰ For a discussion of the consequences of devaluation adjustment in the case of foreign currency liabilities see Calvo (1999a and b), Calvo and Reinhart (1999), Hausmann (1999a), Stein *et al.* (1999), and Fernández-Arias and Talvi (1999).

income. Interest rates and exchange rates are linked through an interest parity condition. Thus, in response to an adverse shock, the Central Bank will either increase domestic interest rates, devalue, or both. In a way, the choice variable of the Central Bank is the policy mix between devaluation and increase in the interest rate.

Prices adjust to changes in the exchange rate, and the magnitude of the adjustment is given by the degree of pass-through. We assume a linear technology with capital as the only factor of production. Thus, output is proportional to the stock of capital. This stock, which fully depreciates each period, is equal to previous period profits (or net wealth), plus debt. We assume that a fixed proportion of debt, k , is denominated in foreign currency. Furthermore, firms are credit constrained. They can only borrow an amount proportional to their net wealth, and, following Aghion *et al*, the coefficient of proportionality depends negatively on the interest rate.

How does the policy response “mix” of the central bank affect the policy objectives, inflation and output? A depreciation affects these objectives through three different channels. First, a depreciation directly affects the rate of inflation. The impact of depreciation on inflation will depend on the level of the pass-through. Second, provided that $k > 0$, a depreciation affects output through a *balance sheet* effect: the depreciation increases the cost of repayment of foreign currency denominated debt, reducing profits in this period, and thus the capital stock and output in the second period. The size of the balance sheet effect will depend on k the share of debt denominated in foreign currency. Third, a larger depreciation entails a smaller increase in interest rates. Thus, a larger depreciation increases output in the second period, since the reduction in interest rates eases the credit constraint (we call this *the credit channel* effect). The overall effect on income will depend on which of the two channels dominates. If the credit channel dominates over the balance sheet channel, depreciations are expansionary. Otherwise, they are contractionary.

If k and pass through are zero, only the credit channel remains, so the Central Bank will have incentives to respond to a shock by devaluing, without increasing interest rates. The larger k and the associated balance sheet effect), and the larger the rate of pass-through, the larger the incentives for the Central Bank to minimize the movements of the exchange rate and instead respond to external shocks by adjusting the domestic interest rate. An implication of this is that, if the degree of pass-through is high and currency mismatches are important, the interest rate may be used to prevent depreciations, imposing limitations on the ability of the Central Bank to use interest rates exclusively to smooth cyclical fluctuations. Contrary to the standard result according to which nominal shocks require an interest rate adjustment and real shocks an exchange

rate adjustment, in our model both real and nominal shocks may require interest rate and exchange rate adjustments. As is shown in the Appendix we find that, under both types of shocks, the relative size of the exchange rate / interest rate adjustment will depend on the degree of pass-through and the share of foreign currency liabilities.

In order to test the implications of the model, in what follows we develop measures of exchange rate pass-through and the ability of countries to avoid currency mismatches, and explore whether these variables are associated to the left-hand side variables discussed in Section 2.

3.2 Exchange rate pass-through and exchange rate management of floaters

Estimating the exchange rate to price pass-through for a cross-section of countries is not a simple exercise. Ideally, one would want to model each country's price-setting mechanism individually. This would represent a major undertaking, and is out of the scope of this paper. Instead, here we follow a methodology used for Australia by de Brower and Ericsson (1995) and for Mexico by Garcés Diaz (1999). These authors model domestic prices using a mark up equation of the kind:

$$P = \alpha W^\theta F^\gamma \quad (1)$$

Where P are domestic prices, W wages, F international prices in domestic currency (obtained by multiplying the exchange rate with an index of international prices)¹¹, α is the mark up parameter, and θ , and γ are the long run elasticities of wages and external prices. By taking the logs of the above equation it is possible to estimate the long-run relationship among wages, international prices, and local prices. Since we do not have monthly data for wages, we estimate the following long-run equation:

$$p = \log(\alpha) + \gamma f, \quad (2)$$

where lower case letters represent the log of the variables defined above. While the omission of wages may bias our estimates of pass through, the bias is likely to affect the coefficients of all countries in the same direction. Since our interest is to rank countries according to their pass through, rather than the actual level of the pass-through, the omission of wages should not be too much of a concern. Besides data limitations, there are theoretical reasons for excluding

¹¹ Most of the variation of F is due to exchange rate variation.

wages from the above equation. In particular, if we included wages in Equation (2), the international price coefficient γ would not fully capture the impact that the exchange rate may have on prices through its effect on wages. Therefore, Equation (2) is an appropriate specification to estimate what we are interested in, i.e., the total effect of the exchange rate on prices. In any case, it is reassuring that the long run estimates we obtained for Australia and Mexico are very similar to those obtained by de Brower and Ericsson, and by Garcés Díaz¹².

All the series we use can be described as having a unit root process. Hence, we need to study the long-run relationship between internal and external prices using cointegration analysis. Controlling for the long-run cointegration relationship between exchange rates and prices, we capture the short run dynamics by estimating the following error correction model:

$$dp_t = \phi(p_{t-1} + \gamma f_{t-1} + \alpha) + \phi p_{t-1} + \lambda df_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

We measure p using the log of the CPI. For Germany, the UK, and the non-European countries, we measure f by adding the log of the US dollar exchange rate to the log of an index of international commodity prices (from IFS)¹³. For the rest of the European countries, we measure f by adding the log of the DM exchange rate to the log of the German CPI. Table 2 reports the results of the estimations of 12 months and long run pass-through. The third column of Table 2 shows the number of months required to complete 50 percent of the adjustment toward the new equilibrium. This column shows that the speed of adjustment can differ greatly even for countries with similar levels of pass-through. In Germany and Paraguay, for instance, a devaluation will have a similar long-run effect on domestic prices, but the adjustment will be much more sluggish in Germany.

While both the long-run and the one-year measures of pass-through can be relevant, the long-run coefficient loses importance if the adjustment is very slow. In Germany, for example, a change in international prices will, in the long run, translate into an equivalent change in domestic prices. However, the adjustment

¹² Our coefficient for Australia (0.48) is identical to the one obtained by de Brower and Ericsson. The coefficient for Mexico (0.98) is different from the one obtained by Garcés Díaz (0.63) because we use different time periods (1990-99 in this paper and 1985-98 in Garcés Díaz). When we estimate the equation for the 1985-1998 period we obtain a coefficient of 0.69, very close to the one obtained by Garcés Díaz.

¹³ For Canada, Mexico, India, and Peru, we use the log of the US CPI instead of the log of international prices. For the first two countries this choice is due to the important economic links of Canada and Mexico with the USA. In the case of India and Peru, we could not use the index of international prices because the estimations did not converge.

to the steady state requires more than 50 years. In contrast, Greece has a relatively low long-run pass through (0.23) but a very fast adjustment. If we compare the two countries we find that, for almost three years, a change in external prices has a stronger effect on Greek domestic prices than on German prices. For this reason, in the empirical analysis below we use the one-year pass through as the relevant explanatory variable¹⁴

Figures 1, 2 and 3 show the relationship between one-year pass-through and the three measures of foreign exchange intervention discussed in Section 2. Figure 1 shows a positive (but not statistically significant) correlation between the level of reserves and pass-through. The correlation coefficient is 0.26. Notice that Singapore has both extremely high reserves and low pass-through. If we drop this outlier, the correlation coefficient jumps to 0.52, and becomes highly significant. The figure suggests that while countries with low pass-through may choose to have whatever levels of reserve they want, countries with high pass-through find it necessary to build war chests of international reserves in order to be able to defend their exchange rate.

Figures 2 and 3 show instead a negative correlation between pass-through and the relative volatility of exchange rate *vis a vis* reserves and interest rates. The correlation coefficients are -0.44 and -0.37 respectively, and are in both cases statistically significant. All in all, through this simple univariate analysis, we find that exchange rate pass-through does have a role in explaining the degree to which policymakers intervene in foreign exchange markets, a result that is consistent with the model outlined in Section 3.1. As we will see in Section 3.4, however, the impact of pass-through becomes more limited once we account for the role of foreign currency liabilities.

¹⁴ However, we check that our results are robust to the use of alternative measures of pass-through which combine the short and long run into a single indicator, or to the use of proxies such as the degree of openness.

Table 2. Estimates of Inflation pass-through (1990-99)

	<i>12 months pass-through</i>	<i>Long-run pass- through</i>	<i>Half-life of adjustment (number of months)</i>
Australia	0.21	0.48	14
Canada	0.07	0.19	16
Colombia (1992-99)	0.38	1.58	30
Czech Republic	0.02	1.17	240
Dominican Republic	0.25	1.38	32
Germany	0.07	0.97	130
Greece	0.15	0.23	1
Guatemala	0.28	0.86	20
India	0.07	0.92	220
Indonesia	0.49	0.92	11
Israel	0.16	0.55	30
Jamaica	0.31	0.41	2
Japan	0.04	0.09	17
Korea	0.18	0.59	24
Mexico	0.58	0.93	10
Norway (1988-99)	0.09	0.32	26
Paraguay	0.59	0.98	10
Peru (1992-99)	0.22	0.43	12
Philippines	0.30	1.16	26
Poland	0.62	0.80	1
Singapore	0.02	0.16	50
South Africa	0.11	0.47	35
Sweden	0.14	0.22	8
Switzerland	0.02	0.02	1
Thailand	0.03	0.19	50
UK	0.03	0.06	12
USA*	0.04	0.34	56

*International prices versus US effective nominal rate

3.3 Currency mismatches and exchange rate management of floaters

In order to test the importance of currency mismatches for exchange rate management, we develop a set of indicators that measure the ability of countries to borrow internationally in their own currency. We believe that the inability of countries to borrow in their own currency is a fundamental determinant of the existence of currency mismatches in the country's balance sheets, since it is this inability that makes it more difficult for agents to hedge their currency risks. For this purpose, we rely on two different databases from the Bank of International Settlements (BIS). One of them records international transactions involving the banking sector, while the other one reports international debt securities transactions (including bonds and money market instruments).

Our first indicator of the ability of a country to borrow internationally in its own currency is based on the international debt securities database, which contains data on debt instruments disaggregated by nationality of issuer and by currency. Our index measures the ratio between the stock of international debt securities issued by a country in its own currency and the total stock of securities issued by the country in all currencies. Table 3 presents the value of this indicator (which we call ABILITY1) for all the countries in our sample. The figures correspond to the 1998-1999 average. Notice that this ratio is 0 in almost half of the countries, and is very small (lower than 3 %) in more than two thirds of the cases. The bottom part of the table shows that there is a very high correlation between this indicator and the level of development. In fact, South Africa is the only developing country with a significant amount of debt securities denominated in their own currency.

Table 3: Ability to borrow in own currency

	Ability1	Ability2	Ability3
Australia	0.214	0.247	0.437
Brazil	0.000	0.051	0.000
Canada	0.152	0.172	0.273
Chile	0.000	0.029	0.000
Colombia	0.000	0.000	0.000
Czech Republic	0.000	0.244	0.000
Dominican Republic	0.000	0.020	0.000
Germany	0.279	0.463	0.872
Greece	0.028	0.154	0.245
Guatemala	0.000	0.004	0.000
India	0.000	0.040	0.000
Indonesia	0.010	0.054	0.000
Israel	0.000	0.020	0.000
Jamaica	0.000	0.011	0.000
Japan	0.513	0.492	1.522
Korea South	0.000	0.011	0.000
Mexico	0.001	0.011	0.000
New Zealand	0.041	0.144	1.048
Norway	0.006	0.125	0.053
Paraguay	0.000	0.000	0.000
Peru	0.000	0.046	0.000
Philippines	0.007	0.035	0.019
Poland	0.022	0.151	0.324
Singapore	0.007	0.030	0.000
South Africa	0.112	0.229	1.173
Sweden	0.021	0.208	0.076
Switzerland	0.164	0.271	2.055
Thailand	0.022	0.020	0.000
United Kingdom	0.467	0.191	0.943
United States	0.782	0.796	2.325

Regional Average

	<i>Ability1</i>	<i>Ability2</i>	<i>Ability3</i>
G3	0.520	0.580	1.570
Other Industrialized	0.120	0.170	0.570
Emerging Countries	0.014	0.070	0.130
Other Developing	0.000	0.020	0.000
Lac Emerging	0.000	0.030	0.000
East Asia	0.010	0.030	0.000
All Countries	0.108	0.152	0.443

A drawback of our first indicator is that it only captures one third of the total claims registered by the BIS. To address the limited coverage of this indicator, we compute a second indicator (*ABILITY2*) using, together with the data on debt securities included in *ABILITY1*, BIS data on total claims of the banking sector. Unfortunately, BIS does not provide the complete currency breakdown of the claims of the banking sector. The data are only available for 10 currencies (six of which correspond to countries in our sample) plus an "other currencies" category.¹⁵ For the remaining 24 countries for which we do not have information, all bank debt in "other currencies" was assumed to be denominated in a country's own currency. Thus, this indicator overestimates the ability of countries to borrow abroad in own currency. Although we sacrifice precision, the gains in terms of coverage are important. In fact, the debt considered represents on average more than 60 % of the total foreign debt of the countries in the sample. The value of *ABILITY2* for each country, as well as the averages for groups of countries, is presented in the second column of Table 3.

Our third indicator relies, as the first one, on the debt securities database. In this case, we compute the ratio between the stock of foreign securities issued in a given currency (regardless of the nationality of the issuer) and the amount of foreign securities issued by the corresponding country. The results are presented in the third column of Table 3. Notice that several developed countries have values greater than one. This indicates that other countries issue securities in those currencies. Not surprisingly, the value corresponding to the United States is the largest. In fact, by comparing the values of our first and third indicators, it is easy to see that about two thirds of the total stock of dollar debt instruments has

¹⁵ The currency breakdown is available for Belgian Francs, Swiss Francs, Deutsche Marks, ECUs, French Francs, British Pounds, Italian Liras, Japanese Yens, Netherlands Guilders, and US Dollars. It is striking that these 10 currencies account for 94% of the total international bank transactions around the world, a clear indication of the limited use of "other currencies" in these transactions. Even if we excluded the countries that issue these currencies, debts denominated in "other currencies" only account for 9 % of the total international bank debt of other countries.

been issued by countries other than the United States. More surprising is the fact that South Africa has a value greater than unity, suggesting that its currency is widely used by nationals of other countries.

Although this indicator may seem less precise than the other two, we think that it is a good measure of the potential for foreign currency mismatches. The difficulty in hedging foreign currency risk is the need to find agents willing to take the other side of the transaction. To hedge foreign currency risk is equivalent to borrow in own currency since, from the point of view of the borrower, a debt in domestic currency is equivalent to a dollar debt plus a hedge. If a country is unable to borrow in its own currency, then it will be unable to hedge its currency risk. However, if a non-resident is able to borrow in this country's currency (for example, South African Rand), then he may be able to swap his Rand obligations for dollar obligations of a South African resident, thus providing the basis for a hedge. This suggests that what is critical is the overall balance between total debt issued by a country, and the total debt issued in its currency. If these amounts are balanced, then the swap market can extinguish any remaining currency mismatches. Thus, by including in the numerator all debt securities issued in the country's currency, this indicator may be more appropriate than the others as a measure of the potential problems that could arise due to currency mismatches. It is worth noting, in any case, that the correlation between our three indices is extremely high, larger than 0.8 in all cases, so results are not sensitive to the index used.

It could be argued that the effects of the ability to borrow abroad in own currency on the left-hand side variables identified in Section 2 may be non-linear. The important difference may be whether a country can or cannot borrow abroad in own currency; differences between countries such as Germany and the United States may be less important. This suggests the use of a fourth indicator, ABILITY4, which is a dummy variable that takes a value of one if the country can borrow abroad in own currency, zero otherwise. We built this variable by assigning a value of 1 to countries for which our ABILITY1 index was greater than 0.1¹⁶.

Figures 4, 5 and 6 present the relationship between our second index and the three measures discussed in Section 2: the level of reserves, the relative volatility of exchange rates and reserves, and the relative volatility of exchange rates and interest rates. Figure 4 shows a very strong negative association between the ability of a country to borrow in its own currency and the stock of international reserves. The correlation between the two variables is -0.5 , and it is

¹⁶ Results reported in next section are robust to different definitions of this dummy.

significant at the 1 percent level. The figure suggests that countries that are unable to borrow in their own currency find it necessary to keep large stock of reserves in order to defend their currency.

Figure 5 shows the relationship between the ability to borrow in domestic currency and the relative volatility of exchange rates and reserves. The relationship is positive and quite strong. The correlation is 0.6, and significant at the 1 percent level. Results are fairly similar when we consider intervention using interest rates instead of reserves (Figure 18). In this case, the correlation is 0.7, and highly significant.

In sum, our results suggest that the ability to borrow in domestic currency is an important determinant of the degree to which policymakers are able to show what has been called "benign neglect" regarding the behavior of the exchange rate. Central Banks of countries unable to borrow in their own currencies will internalize the potential negative impact of a depreciation due to currency mismatches when carrying out exchange rate and monetary policy.

3.4 The impact of pass through and foreign currency mismatches on exchange rate management

The previous sections focused on the role of the exchange rate pass-through and that of foreign currency liabilities when considered independently. Here we bring them together into the analysis of the differences in behavior among floaters. We run a large set of regressions where we explain the level of reserves, as well as the relative volatility of exchange rates vis a vis reserves and interest rates using as explanatory variables the degree of exchange rate pass-through and our indices of ability to borrow in own currency. In addition to these, we consider two other explanatory variables. First, in order to check whether our results are driven by the level of economic development, we augment the regressions with a measure of GDP per capita¹⁷. Second, to control for the fact that countries may need time to "learn" how to operate under a flexible exchange rate, we include in our regressions a measure of the number of months since the country started floating (in logs). By using our four different indices of the ability to borrow in own currencies and the set of explanatory variables described above, we obtain 16 different specifications for each of our three dependent variables. The results of the regressions are reported in Tables 4, 5, and 6.

¹⁷ Alternatively, we also tried an industrialized country dummy, which produced similar results.

Table 4 presents the results of the regressions for the level of international reserves. We find that the ability to borrow in own currency is negatively associated with the level of reserves, and highly significant in every one of the regressions. The effect is quite substantial. In the regressions using our first index, for example, a one standard deviation increase in the ability to borrow in own currency is associated to a 10 percentage point decrease in international reserves. We find that the exchange rate pass-through coefficient almost always has a positive (but not statistically significant) sign. Our control variables, GDP per capita and "experience" in floating do not play any role in explaining the level of reserves.

Tables 5 and 6 show the ability to borrow in own currency is strongly associated with the relative volatility of devaluation *vis a vis* reserves and interest rates.¹⁸ The results are extremely robust, the coefficient is positive and statistically significant in all regressions, significant at 5 percent confidence level in 30 out of 32 regressions, and at 1 percent confidence level in 22 out of 32 regressions. In the regression using our first index a one-standard deviation increase in the ability to borrow in own currency is associated with an increase in the volatility of devaluation *vis a vis* reserves of 1 (which corresponds to about three quarters of one-standard deviation of the relative volatility of devaluations *vis a vis* reserves) and to an increase in the volatility of devaluation *vis a vis* interest rate of 0.55 (which corresponds to about half of one-standard deviation of the relative volatility of devaluations *vis a vis* interest rate). The coefficient attached to pass-through has in most cases the expected negative sign, but is rarely significant. If anything, pass-through has a marginal effect on the relative volatility of exchange rate *vis a vis* international reserves. Income per capita does not play any role in explaining the relative volatility of devaluations and international reserves but it is often positively correlated with the relative volatility of devaluations and interest rate. Finally, the number of months since the country has started floating does not seem to play any role in explaining the relative volatility of devaluations.

We also ran a series of robustness tests, using other two definitions of ability to borrow in own currency (total loans and total claims), different measures of pass-through (long-run pass-through, a weighted average of long and short run pass through in which the weight of the long run measure depends on the speed of adjustment, an alternative measure of pass-through computed using an OLS regression of changes in prices over changes in exchange rate, and openness as a proxy of pass-through), and dummies to capture the non-linearities in the

¹⁸ In the regressions we use the log of the volatility of devaluation. The results are robust to using the levels.

behavior of G3 countries. In order to check whether our results are driven by outliers, we also re-ran all our regressions using a robust estimator and we did not find any significant difference with respect to the results illustrated in Tables 4 through 6¹⁹. The only significant change is that, when we control for outliers, pass-through becomes a significant factor in explaining the level of international reserves.

The results of Tables 4 through 6 are surprisingly strong: we ran a very large set of regression and we found that ability to borrow in own currency is always highly correlated with our measures of how countries float. To make sure that our results were not driven by mistakes or arbitrariness in our definition of how countries float, we now use, as a dependent variable, the *de facto* classification of exchange rate regimes computed by Levy Yeyati and Sturzenegger (1999). These authors observe that not all countries float (or fix) in the same way. Some, officially, floating countries have levels of intervention in the foreign exchange market that make them indistinguishable from countries with a fixed exchange rate. In order to differentiate “Deeds vs Words”, Levy Yeyati and Sturzenegger (1999) use cluster analysis to classify countries into four different groups (Flexible, Dirty Float, Crawling Peg, Fixed) independent of the official regime stated by the country that is assigned to the group.

For 27 countries, our sample overlaps with Levy Yeyati and Sturzenegger's sample. We use their data for 1997 and generate a new index (LY&S) that takes a value of one for countries that are classified as having a floating exchange rate, two for countries that are classified as dirty float, three for crawling pegs, and four for countries classified as fixed (the data are reported in the last column of Table A2). The index is hence inversely correlated to a country's willingness to float its exchange rate. As expected, we find that LY&S is positively correlated with the average level of international reserves and negatively correlated with intervention in foreign markets, we were instead somewhat surprised to find that these correlations were not statistically significant.

As the LY&S index provides a discrete measure, rather than a continuous one, of the willingness to float, the appropriate method to study its correlation with pass-through and the ability to borrow in own currency would be an ordered probit model. Unfortunately, this methodology requires a rather large sample and it is not appropriate for our small sample of 27 countries. To gain some insight, we study the correlation between the LY&S index, pass-through and the ability to borrow in own currency using OLS. The results are reported in Table 7. As

¹⁹ The estimator used is the one suggested by STATA. The results of the robust estimations, as well as the details of the estimation procedure are available upon request.

before, we find that the ability to borrow in own currency is positively and significantly correlated with the willingness to float. Surprisingly, we also find that the degree of pass-through is positively correlated to the willingness to float index, although this relationship is never statistically significant.

CONCLUSIONS

There are significant differences in the behavior of countries that have adopted floating exchange rate systems (or very wide bands). We document these differences by showing that these countries hold very different levels of reserves and allow very different degrees of flexibility of the exchange rate relative to the volatility of their reserves or of the interest rate. In general, G-3 countries float with a very low level of reserves and with a high volatility of the exchange rate relative to that of the level of reserves or of the interest rate. Emerging countries are at the opposite extreme, while other industrial countries are in an intermediate position.

We present a model that interprets these differences as the optimal response of a Central Bank that minimizes a loss function in inflation and output in a context in which firms are subject to credit constraints and currency mismatches. The model focuses on the fact that countries differ in their ability to deal with the currency mismatch problem and have different levels of pass-through from exchange rates to prices. The model finds that, in countries with large currency mismatches and high levels of exchange rate pass-through, the Central Bank will be more concerned about the level of the exchange rate and hence limit exchange rate volatility.

We explore the implications of the model in a sample of developing and industrial countries with floating regimes (or wide bands). We find a very strong and robust relationship between the ability of a country to borrow internationally in its own currency and the way it manages its exchange rate system. In particular, we conclude that floating rate countries that do not to borrow internationally in their own currency tend to hold significantly larger reserve levels, and to allow much less volatility in the exchange rate relative to their interventions with international reserves and interest rate. We find weaker and less robust results with respect to the effects of passthrough.

Table 4: Average level of international reserves

<i>Dependent Variable: Average level of international reserves</i>						
<i>Index used in the regression</i>	<i>Explanatory variables</i>					<i>N. Obs.</i>
	<i>Liabilities in own Currency</i>		<i>Pass Through</i>	<i>GDP per capita</i>	<i>Months since floating</i>	
Ability1	-0.507 *** (0.179)		0.060 (0.212)			27
Ability1	-0.585 ** (0.245)		0.139 (0.154)	0.030 (0.035)		27
Ability1	-0.567 * (0.278)		0.117 (0.125)	0.031 (0.035)	-0.010 (0.022)	27
Ability1	-0.555 ** (0.251)			0.016 (0.035)	-0.011 (0.022)	30
Ability2	-0.477 ** (0.208)		0.063 (0.247)			27
Ability2	-0.572 * (0.293)		0.136 (0.193)	0.031 (0.038)		27
Ability2	-0.548 (0.324)		0.097 (0.168)	0.033 (0.037)	-0.017 (0.021)	27
Ability2	-0.563 * (0.292)			0.022 (0.0380)	-0.016 (0.022)	30
Ability3	-0.143 *** (0.053)		0.068 (0.225)			27
Ability3	-0.162 ** (0.069)		0.138 (0.171)	0.026 (0.035)		27
Ability3	-0.156 * (0.080)		0.113 (0.142)	0.027 (0.034)	-0.011 (0.022)	27
Ability3	-0.172 ** (0.074)			0.020 (0.036)	-0.009 (0.024)	30
Ability4	-0.270 *** (0.078)		-0.033 (0.222)			27
Ability4	-0.318 *** (0.108)		0.068 (0.151)	0.042 (0.036)		27
Ability4	-0.326 ** (0.129)		0.082 (0.130)	0.042 (0.036)	0.007 (0.028)	27
Ability4	-0.298 ** (0.114)			0.025 (0.036)	0.003 (0.026)	30

Table 5: Depreciations and volatility of international reserves

<i>Dependent Variable: Relative volatility of depreciation and international reserves</i>						
<i>Index used in the regression</i>	<i>Explanatory variables</i>					<i>R²</i>
	<i>Liabilities in own Currency</i>		<i>Pass Through</i>	<i>GDP per capita</i>	<i>Months since floating</i>	
Ability1	4.900 (0.993)	***	-0.955 (0.780)			0.67
Ability1	5.447 (1.138)	***	-1.508 (0.805)	* -0.212 (0.134)		0.70
Ability1	5.653 (1.237)	***	-1.765 (0.877)	* -0.203 (0.129)	-0.114 (0.108)	0.71
Ability1	5.415 (1.270)	***		-0.018 (0.140)	-0.078 (0.1120)	0.55
Ability2	3.775 (0.941)	***	-1.353 (1.062)			0.45
Ability2	4.219 (0.984)	***	-1.694 (1.085)	-0.145 (0.166)		0.46
Ability2	4.236 (1.034)	***	-1.722 (1.229)	-0.144 (0.166)	-0.012 (0.135)	0.46
Ability2	4.317 (1.031)	***		0.013 (0.160)	0.001 (0.124)	0.37
Ability3	1.071 (0.355)	***	-1.479 (0.890)			0.46
Ability3	1.143 (0.366)	***	-1.742 (0.923)	* -0.099 (0.158)		0.47
Ability3	1.170 (0.394)	***	-1.859 (1.027)	* -0.095 (0.158)	-0.052 (0.118)	0.47
Ability3	1.323 (0.388)	***		0.026 (0.138)	-0.053 (0.122)	0.43
Ability4	1.859 (0.443)	***	-0.909 (0.859)			0.57
Ability4	2.071 (0.471)	***	-1.345 (0.869)	-0.183 (0.151)		0.59
Ability4	2.254 (0.489)	***	-1.676 (0.923)	* -0.179 (0.147)	-0.168 (0.124)	0.61
Ability4	2.014 (0.582)	***		0.026 (0.170)	-0.110 (0.127)	0.44

Table 6: Depreciations and exchange rate volatility

<i>Dependent Variable: Relative volatility of depreciation and interest rate</i>						
<i>Index used in the regression</i>	<i>Explanatory variables</i>					<i>N. Obs.</i>
	<i>Liabilities in own Currency</i>		<i>Pass Through</i>	<i>GDP per capita</i>	<i>Months since floating</i>	
Ability1	3.379 (1.269)	**	-0.698 (0.630)			27
Ability1	2.598 (1.189)	**	0.091 (0.672)	0.302 (0.143)	**	27
Ability1	2.523 (1.238)	*	0.185 (0.710)	0.299 (0.151)	* 0.042 (0.087)	27
Ability1	2.604 (1.193)	**		0.283 (0.140)	* 0.039 (0.075)	30
Ability2	3.822 (1.410)	***	-0.433 (0.646)			27
Ability2	3.009 (1.330)	**	0.192 (0.711)	0.266 (0.145)	*	27
Ability2	2.920 (1.367)	**	0.339 (0.767)	0.259 (0.154)	0.064 (0.085)	27
Ability2	3.005 (1.324)	**		0.232 (0.144)	0.051 (0.074)	30
Ability3	0.864 (0.307)	***	-0.879 (0.616)			27
Ability3	0.584 (0.298)	*	0.166 (0.725)	0.335 (0.153)	** 0.062 (0.088)	27
Ability3	0.616 (0.283)	**	0.026 (0.669)	0.341 (0.145)	**	27
Ability3	0.577 (0.271)	**		0.317 (0.144)	** 0.059 (0.075)	30
Ability4	1.446 (0.400)	***	-0.481 (0.642)			27
Ability4	1.099 (0.362)	***	0.231 (0.648)	0.298 (0.142)	**	27
Ability4	1.090 (0.392)	***	0.247 (0.672)	0.298 (0.147)	* 0.008 (0.098)	27
Ability4	1.102 (0.364)	***		0.284 (0.139)	** 0.008 (0.081)	30

Table 7: True Versus False Floaters

<i>Dependent Variable: Levi Yeyati and Storzenegger Index</i>							
<i>Index used in the</i>	<i>Explanatory variables</i>					<i>R²</i>	<i>N. Obs.</i>
	<i>Liabilities in own</i>		<i>Pass Through</i>	<i>GDP per capita</i>	<i>Months since</i>		
Ability1	-2.278 (0.924)	**	-1.095 (1.122)			0.18	24
Ability1	-2.755 (1.211)	**	-0.728 (1.104)	0.164 (0.196)		0.21	24
Ability1	-2.713 (1.297)	**	-0.781 (1.199)	0.164 (0.199)	-0.020 (0.167)	0.21	24
Ability1	-2.931 (1.236)	**		0.284 (0.184)	-0.029 (0.152)	0.22	27
Ability2	-1.960 (0.817)	**	-0.897 (1.072)			0.12	24
Ability2	-2.635 (1.283)	*	-0.551 (1.044)	0.183 (0.211)		0.15	24
Ability2	-2.565 (1.384)	*	-0.624 (1.139)	0.181 (0.215)	-0.028 (0.183)	0.16	24
Ability2	-2.693 (1.306)	**		0.291 (0.203)	-0.048 (0.165)	0.15	27
Ability3	-0.723 (0.255)	***	-1.208 (1.081)			0.21	24
Ability3	-0.863 (0.314)	**	-0.830 (1.045)	0.168 (0.189)		0.24	24
Ability3	-0.854 (0.340)	**	-0.871 (1.130)	0.168 (0.192)	-0.016 (0.168)	0.24	24
Ability3	-0.641 (0.317)	*		0.241 (0.176)	-0.055 (0.159)	0.13	27
Ability4	-1.412 (0.396)	***	-1.896 (1.143)			0.35	24
Ability4	-1.793 (0.446)	***	-1.410 (1.071)	0.273 (0.178)		0.43	24
Ability4	-1.942 (0.492)	***	-1.178 (1.152)	0.283 (0.190)	0.112 (0.122)	0.45	24
Ability4	-1.925 (0.477)	***		0.397 (0.169)	** 0.098 (0.133)	0.41	27

APPENDIXZ

EXCHANGE RATE OR INTEREST RATE ADJUSTMENT. A SIMPLE MODEL

In this Appendix, we follow Aghion *et al.* (2000) and Bacchetta (2000) and present a simple model studying how the structure of the economy affects the Central Bank's response to external shocks. In particular, we look at the choice between adjusting the interest rate and the exchange rate and show that pass-through and the presence of dollar denominated liabilities are relevant for this choice. We show that in countries with high pass-through and high dollarization the Central Bank is more likely to use the interest rate and that in countries with low pass-through and low dollarization the Central Bank is more likely to use the exchange rate. We start by describing the basic structure of the economy and the preferences of the Central Bank and then, we discuss what is the Central Bank's optimal reaction to real and nominal shocks.

PRODUCTION

We assume a linear technology of the kind $Y_t = \sigma_t K_t$. Capital stock fully depreciates and, at the beginning of period t , capital is equal to net wealth W_t plus debt D_t (hence, $K_t = W_t + D_t$). As in Aghion *et al.* (2000), we assume that, because of credit constraints, entrepreneurs can only borrow an amount μW_t proportional to their net wealth. Aghion *et al.* (1999) use moral hazard considerations to formally derive μ and show that this credit multiplier has an inverse relationship with the interest rate of the previous period. In particular, we can write total debt in period t as: $D_t = \mu(i_{t-1})W_t$, with $\mu' < 0$, and $\mu'' > 0$. (Aghion *et al.*, 1999, use the real interest rate, we follow Bacchetta, 2000, and use the nominal interest rate)

We also assume that firms are not able to raise all the capital they need in domestic currency and that a fraction κ of their debt is in foreign currency. While Aghion *et al.* (2000) endogenize κ , we will assume that the ability to borrow in domestic currency is exogenous and that it is related to what Hausmann (1999) calls the original sin of emerging markets. We can then write production as a function of current wealth:

$$Y_t = \sigma_t (1 + \mu(i_{t-1}))W_t \quad (A1)$$

If no profits are distributed, current wealth is equal to the real value of profits in the previous period. Or, $W_{t+1} = \Pi_t/P_t$. Since capital is the only factor of production, profits are given by the value of the output minus debt repayments. Hence, real profits are given by:

$$\frac{\Pi_t}{P_t} = Y_t - D_t \left[(1 + i_{t-1})(1 - \kappa) + (1 + i_{t-1}^*)\kappa \frac{e_t}{e_{t-1}} \right] \quad (A2)$$

Where i_{t-1} is the interest rate in period $t-1$ (we would obtain exactly the same results by using i_t instead of i_{t-1}), paid on domestic currency debt, $1-\kappa$ is the share of domestic currency debt, i^* is the interest rate paid on foreign currency debt, and κ the share of debt in foreign currency. By setting $S_t(i_{t-1}) = \sigma(1-\mu(i_{t-1}))$ (with $S' < 0$ and $S'' > 0$) we can write the following expression for income in period t :

$$Y_t = S_t(i_{t-1}) \left[Y_{t-1} - D_{t-1} \left[(1 + i_{t-2})(1 - \kappa) + (1 + i_{t-2}^*)\kappa \frac{e_{t-1}}{e_{t-2}} \right] \right] \quad (A3)$$

PRICES AND INTEREST RATE

We assume that in equilibrium PPP holds, but prices are sticky and are a function of changes of the exchange rate in the previous period. Following a devaluation in period $t-1$, prices in period t (devaluation happens after prices in period $t-1$ have been set) adjust according to the following equation:

$$P_t = P_{t-1} \left[1 + \gamma \left(\frac{e_{t-1} - e_{t-2}}{e_{t-2}} \right) \right] \quad (A4)$$

Where e_t is the exchange rate in period t and γ captures the pass-through (Ball, 1998, provides a justification for an equation similar to A4). We also assume that arbitrage between investors yields the following uncovered interest parity condition:

$$1 + i_t = (1 + i_t^*) \frac{E(e_{t+1})}{e_t} \quad (A5)$$

PREFERENCE OF THE CENTRAL BANK

The Central Bank sets the interest rate (and, through the interest rate parity condition of Equation A5, the exchange rate) such that to minimize the following Barro-Gordon (1982) loss function:

$$L_t = \frac{\theta}{2} \pi_t^2 + \frac{\lambda}{2} (Y_t - Y^c)^2 \quad (\text{A6})$$

π_t is inflation at time t (we assume that target inflation is zero) and Y^c is target income. We assume that there is no inflation bias²⁰. Hence, if there are no shocks, the loss function (A6) will be minimized for $i_t = i^*$ and $e_t = e_{t-1}$.

Let us now study how the Central Bank reacts to shocks. We consider two kinds of shocks. The first is a real shock (ξ_t) that reduces the marginal productivity of capital. In particular we can include the shock into Equation (A1) and obtain:

$$Y_t = (\sigma_t - \xi_t)(1 + \mu(i_{t-1}))W_t \quad (\text{A7})$$

The nominal shock (ε_t) affects instead the Uncovered interest rate parity condition:

$$1 + i_t = (1 + i^*) \frac{E(e_{t+1})}{e_t} + \varepsilon_t \quad (\text{A8})$$

There are several interpretations for Equation (A8). Aghion *et al.* (2000) think of ε_t as an increase in country risk or an increase in expected devaluation (that would jump away from 0). An alternative interpretation is an increase in the foreign interest rate. For the purpose of our model, all these interpretations are observationally equivalent. Let us now describe the timing of events.

At the beginning of period 1, prices $P_1 = P_0 = e_0 = 1$ are preset and firms invest. Domestic debts are contracted at the domestic rate i_0 (because this is the best forecast of i_t). Foreign currency debt is contracted at the foreign interest rate i^* . After investment decisions are made and debt contracts are signed, an

²⁰ This is equivalent to say that Y^c is the income that would be produced at the natural rate of unemployment.

unanticipated shock occurs. The shock can be either real ξ or nominal ε (or both). After the shock is realized, the Central Bank implements a monetary adjustment and sets the interest rate i_t . The market responds by setting the exchange rate e_t .

Figure 1 plots the composition of the demand and supply of funds and describes the adjustment process. On the horizontal axis we have the share of domestic debt and on the vertical axis the domestic interest rate. As, we assume that the composition of supply of funds is exogenous, the supply curve can be represented by a vertical line crossing the horizontal axis at $(1-\kappa^*)$. The relative demand for domestic funds depends negatively on the domestic interest rate and positively on the foreign interest rate and expected devaluation.

Let suppose that markets are in equilibrium at the initial foreign and domestic interest rate i^* and that expected devaluation is zero (i.e., $E(e_2/e_1)=1$). Now, suppose that there is an external shock. The foreign interest rate increases to i^{**} and the demand of funds jumps to D' . At the going domestic interest rate, there is now an excess demand for domestic funds. This excess demand will exert a pressure for an increase in domestic interest rate. If the Central Bank decides that the domestic interest rate should stay unchanged, the market will clear by making the exchange rate jump to a higher level (e'_1). If γ is less than one, the devaluation will generate an expected appreciation (i.e., $E(e'_2/e'_1)<1$) and allow to keep the domestic interest rate at i^* . Alternatively, the Central Bank may decide to leave the exchange rate untouched and let the interest rate move to its new level i^{**} . Obviously, the Central Bank may choose any level of the interest rate (even below i^* or above i^{**}) and the market will respond with a corresponding jump in e_t .

After i_t and e_t have been set, profits for period one are realized, debt for period two is contracted, and output for period 2 is determined. Notice that, within the framework of Equation (A3), the exchange rate directly affects output through its effect on profits (this effect would be zero if there were no dollar denominated liabilities or if pass-through were complete) and indirectly through the effect of interest rate on the credit multiplier. The first is the *balance sheet channel* and the second is the *credit channel*²¹. We assume that at the end of period 2, the economy is back in equilibrium and, since PPP is restored, e_2 is equal to P_2 .

²¹ Notice that, in the model discussed in this appendix, the exchange rate does not affect income through a competitiveness-effect. By including competitiveness into Equation (A1), we would find that exchange rate affects output through three channels (credit channel, balance sheet channel, and competitiveness channel) but this would not change the results discussed below.

THE OPTIMAL RESPONSE OF THE CENTRAL BANK

To study the optimal reaction of the Central Bank let us substitute Equations (A3), (A4), (A7), and (A8) into the Central Bank's loss function A6 and write the Central Bank's problem as:

$$\min_{e_1} L_2 = \frac{\theta}{2} [\gamma(e_1 - 1)]^2 + \frac{\lambda}{2} \left\{ S_2 \left((1+i^*) \frac{1+\gamma(e_1-1)}{e_1} + \varepsilon_1 - 1 \right) - \xi_1 \left[Y_1 - (1+i^*) D_1 (1+\kappa(e_1-1)) \right] \right\} \quad (\text{A9})$$

Notice that, as e_1 and i_1 are linked by Equation (A7), the two instruments are equivalent and we can express Equation (A9) as a function of either instrument. We choose e_1 because this simplifies the algebra. We can now minimize Equation (A9) with respect to e_1 and obtain the following first order condition:

$$\begin{aligned} \frac{\partial L_2}{\partial e_1} = & \theta \gamma^2 (e_1 - 1) - \lambda (Y_2 - Y^c) (1+i^*) S_2 \frac{1-\gamma}{(e_1)^2} [Y_1 - (1+i^*) D_1 (1+\kappa(e_1-1))] + \\ & - \lambda (Y_2 - Y^c) (1+i^*) \kappa D_1 \left[S_2 \left((1+i^*) \frac{1+\gamma(e_1-1)}{e_1} + \varepsilon_1 - 1 \right) - \xi_1 \right] = 0 \end{aligned} \quad (\text{A10})$$

The first term of Equation A10 is the effect of the devaluation on inflation. The second and third terms are the effects of devaluation on output. To better understand the last two terms of Equation (A10) let us write $Y_2 - Y^c = Y_2(i_1(e_1), e_1, \gamma, \xi_1, \varepsilon_1, \kappa, D_1) - Y^c$. Then, the second and third terms

of Equation (A10) can be written as: $\lambda (Y_2 - Y^c) (1+i^*) \left(\frac{\partial Y_2}{\partial i_1} \frac{\partial i_1}{\partial e_1} + \frac{\partial Y_2}{\partial e_1} \right)$. As,

$(\partial Y_2 / \partial i_1) (\partial i_1 / \partial e_1) > 0$ and $\partial Y_2 / \partial e_1 < 0$, the sign of $[(\partial Y_2 / \partial i_1) (\partial i_1 / \partial e_1) + (\partial Y_2 / \partial e_1)]$ is uncertain. The first term captures the credit channel the second term the balance sheet channel. If the credit channel dominates the balance sheet channel, devaluation are expansionary. In this case the Central Bank will react to a shock by devaluing the exchange rate, but, as devaluations have a cost in terms of inflation, the Central Bank cannot go all the way and leave the interest rate untouched (that is devaluation will not

compensate totally the shock ξ or ε). Hence, the Central Bank will both devalue and increase interest rate²².

It is clear that the relative use of the two instruments depends on the size of $(\partial Y_2 / \partial i_1)(\partial i_1 / \partial e_1) + (\partial Y_2 / \partial e_1)$. If this is large, the exchange rate will move more than the interest rate, but as $(\partial Y_2 / \partial i_1)(\partial i_1 / \partial e_1) + (\partial Y_2 / \partial e_1)$ goes to zero, interest rate adjustments will dominate exchange rate adjustments²³.

Notice that if $[(\partial Y_2 / \partial i_1)(\partial i_1 / \partial e_1) + (\partial Y_2 / \partial e_1)] < 0$ devaluations are contractionary and hence the Central Bank will respond to a negative shock with a restrictive monetary policy that will lead to high level of the interest rate (above i^*) and to an appreciation of the exchange rate.

Concluding, the relative volatility of the interest rate and the exchange rate will depend on the magnitude of

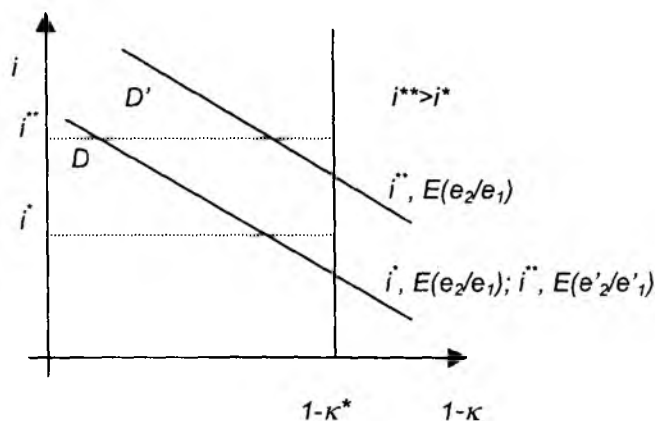
$$\left(\frac{\partial Y_2}{\partial i_1} \frac{\partial i_1}{\partial e_1} + \frac{\partial Y_2}{\partial e_1} \right) = S_2' \frac{\gamma - 1}{(e_1)^2} \frac{Y_2}{S_2 - \xi_1} - \kappa D_1 (S_2 - \xi_1)$$

of pass-through (γ), the degree of liability dollarization (κ), the effect of interest rate on the credit multiplies (S'), and on the magnitude of the shocks.

Notice that, contrary to the standard result according to which nominal shocks require an interest rate adjustment and real shocks an exchange rate adjustment, we find that both real and nominal shocks may require interest rate and exchange rate adjustments. The relative size of the adjustment will depend on pass-through and liability dollarization. In particular, countries with high pass-through and high levels of dollar liabilities will tend to adjust the interest rate more than the exchange rate, no matter what kind of shock they are facing.

²² Interest rate would be untouched only in the case in which $\gamma=0$ i.e. if there is no pass-through. At the same time, exchange rate would be untouched if $\gamma=1$.

²³ If $[(\partial Y_2 / \partial i_1)(\partial i_1 / \partial e_1) + (\partial Y_2 / \partial e_1)] = 0$ the whole shock will be absorbed by the interest rate.



DYNAMICS

The above discussion is based on the assumption that the Central Bank is only concerned with inflation and output in period 2. However, in our model, shocks are persistent. Production in period 3 depends both directly and indirectly (through production in period 2) on i_t and e_t and production in period $t > 3$ will indirectly depend on i_t and e_t through production in period $t-1$. As this paper is essentially empirical, the model provided in this Appendix is only meant to give an heuristic interpretation of what we find in the empirical analysis. Therefore, we will not attempt to solve for the dynamics of the model. In what follows we only look at what are the conditions under which the results derived in the previous section are robust to an intertemporal specification of the model.

With persistent shocks the one period loss function described in Equation (A6) is not appropriate. We should instead model the preferences of the Central Bank with the following intertemporal utility function:

$$L_2 = \sum_{t=2}^{\infty} \beta^{t-2} \left[\frac{\theta}{2} \pi_t^2 + \frac{\lambda}{2} (Y_t - Y^c) \right] \quad (\text{A11})$$

With $\beta = \frac{1}{1 + \rho}$, where ρ is the Central Bank's rate of time preference. By minimizing (A11) with respect to e_t and doing some algebra, we obtain:

$$\frac{\partial L_2}{\partial e_1} = \theta \pi_2 \frac{d\pi_2}{de_1} + \lambda \frac{dY_2}{de_1} (Y_2 - Y^c) + \lambda \sigma (1 + \mu) \frac{d\Pi_2}{de_1} \sum_{t=3}^{\infty} \beta^{t-2} A^{t-3} (Y_t - Y^c) = 0$$

(A12)

Where Π_2 are profits in period 2 and $A = [\sigma + \mu(\sigma - (1 + I^*))]$. Notice that the first two terms of Equation (A12) are identical to Equation (A10). The difference between the one-period loss function of Equation (A6) and the intertemporal loss function of Equation (A11) is captured by the third term of Equation (A12).

The key issue in solving the above first order condition is to decide what is the target income Y^c . If, after the shock, the Central Bank readjust its target income and, for $t > 2$, makes it conditional to the realization of Y_2 we get that, for $t > 2$, $Y_t = Y^c$ and Equation (A12) reduces to Equation (A10). If the Central Bank never readjusts its target, $Y_t - Y^c = h$ (where h is a constant), no clear predictions can be made without assumptions on the parameters of the model and on the functional form of μ .

Table 1A: Absolute and relative volatilities, and country rankings

Country	Devaluation		Reserves		Interest Rate		Rel. Vol. (1)/(2)		Rel. Vol. (1)/(3)	
	(1)	R	(2)	R	(3)	R	(1)/(2)	R	(1)/(3)	R
Australia	0.030	12	0.0043	26	0.0003	25	6.91	5	90.21	3
Brazil	0.067	3	0.0231	16	0.0056	3	2.92	8	12.13	24
Canada	0.017	24	0.0050	24	0.0007	22	3.37	7	23.46	12
Chile	0.015	26	0.0357	8	0.0019	11	0.42	25	7.96	27
Colombia	0.029	13	0.0317	11	0.0035	7	0.93	19	8.48	26
Czech	0.034	8	0.0269	14	0.0024	8	1.26	16	13.97	20
Dominican Rep.	0.024	18	0.0152	19	0.0021	9	1.58	14	11.57	25
Germany	0.027	14	0.0095	23	0.0002	29	2.84	9	157.91	2
Greece	0.023	19	0.0587	3	0.0009	21	0.39	28	25.02	9
Guatemala	0.013	28	0.0320	10	0.0005	24	0.42	26	24.94	10
India	0.015	27	0.0124	22	0.0041	6	1.21	17	3.70	29
Indonesia	0.194	1	0.0899	1	0.0083	1	2.15	13	23.38	13
Israel	0.026	16	0.0342	9	0.0012	19	0.76	21	21.38	15
Jamaica	0.005	30	0.0200	17	0.0020	10	0.27	30	2.75	30
Japan	0.044	6	0.0014	28	0.0001	30	30.45	1	377.26	1
Korea	0.064	4	0.0477	5	0.0045	4	1.35	15	14.14	19
Mexico	0.030	11	0.0358	7	0.0043	5	0.84	20	6.99	28
New Zealand	0.033	9	0.0026	27	0.0014	18	12.68	4	23.78	11
Norway	0.019	21	0.0537	4	0.0016	14	0.36	29	12.34	23
Paraguay	0.019	20	0.0316	12	0.0016	15	0.62	23	12.38	22
Peru	0.016	25	0.0315	13	0.0012	20	0.51	24	13.13	21
Philippines	0.054	5	0.0234	15	0.0014	17	2.32	11	38.50	8
Poland	0.026	15	0.0630	2	0.0018	12	0.42	27	14.58	18
Singapore	0.030	10	0.0437	6	0.0015	16	0.69	22	20.00	16
South Africa	0.036	7	0.0147	20	0.0016	13	2.47	10	22.80	14
Sweden	0.019	22	0.0196	18	0.0003	26	0.98	18	62.59	5
Switzerland	0.011	29	0.0049	25	0.0003	27	2.27	12	40.43	7
Thailand	0.087	2	0.0132	21	0.0058	2	6.62	6	15.16	17
United Kingdom	0.025	17	0.0014	29	0.0005	23	17.95	3	46.54	6
United States	0.018	23	0.0009	30	0.0003	28	19.38	2	69.63	4

(1) Std. Dev. (2) Std. Dev. (3) Std. Dev.

R: Ranking

Table 2A: Other variables used in the regressions

	<i>Months floating</i>	<i>LY&S</i>
Australia	189	1
Brazil	5	3
Canada	359	1
Chile	91	1
Colombia	1	1
Czech Republic	26	Na
Dominican Republic	32	1
Germany	323	1
Greece	298	3
Guatemala	118	1
India	250	1
Indonesia	23	3
Israel	25	2
Jamaica	122	3
Japan	250	1
Korea South	237	Na
Mexico	56	1
New Zealand	175	4
Norway	80	4
Paraguay	127	2
Peru	109	3
Philippines	180	1
Poland	17	1
Singapore	318	Na
South Africa	250	1
Sweden	81	2
Switzerland	237	1
Thailand	24	3
United Kingdom	330	1
United States	359	1
<i>Regional Average</i>		
G3	310	1.0
Other Industrialized	197	2.1
Emerging Countries	109	1.7
Other Developing	129	1.6
Lac Emerging	52	1.8
East Asia	157	1.2
All Countries	170	1.8

Figure 1

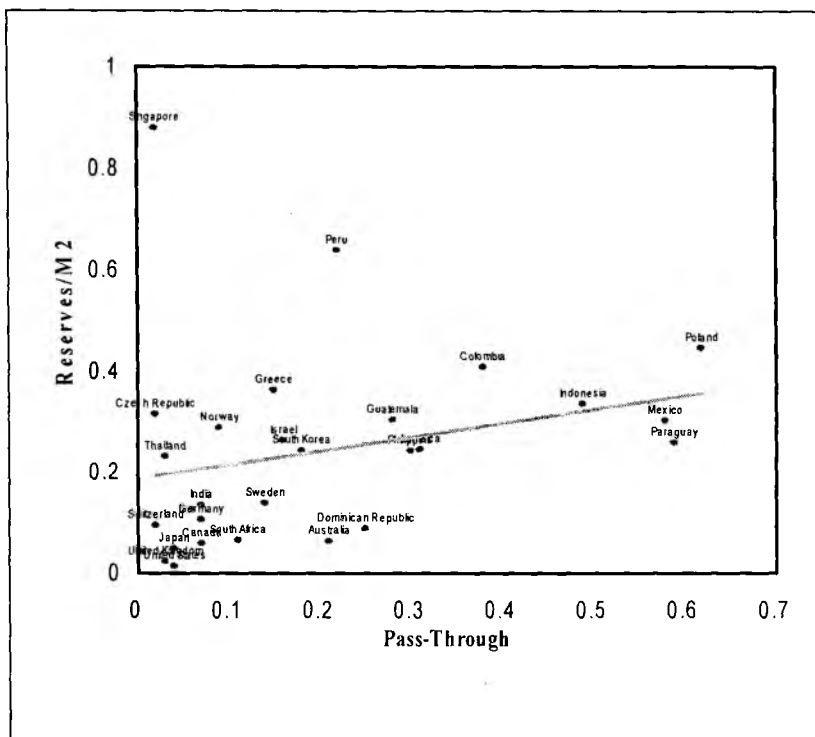


Figure 2

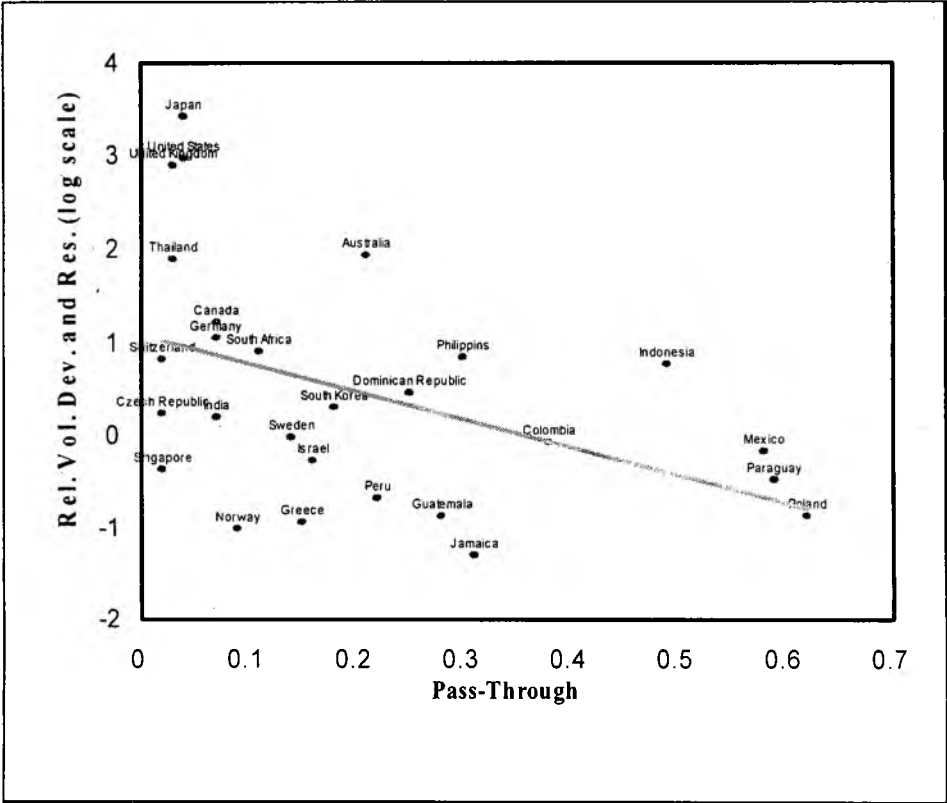


Figure 3

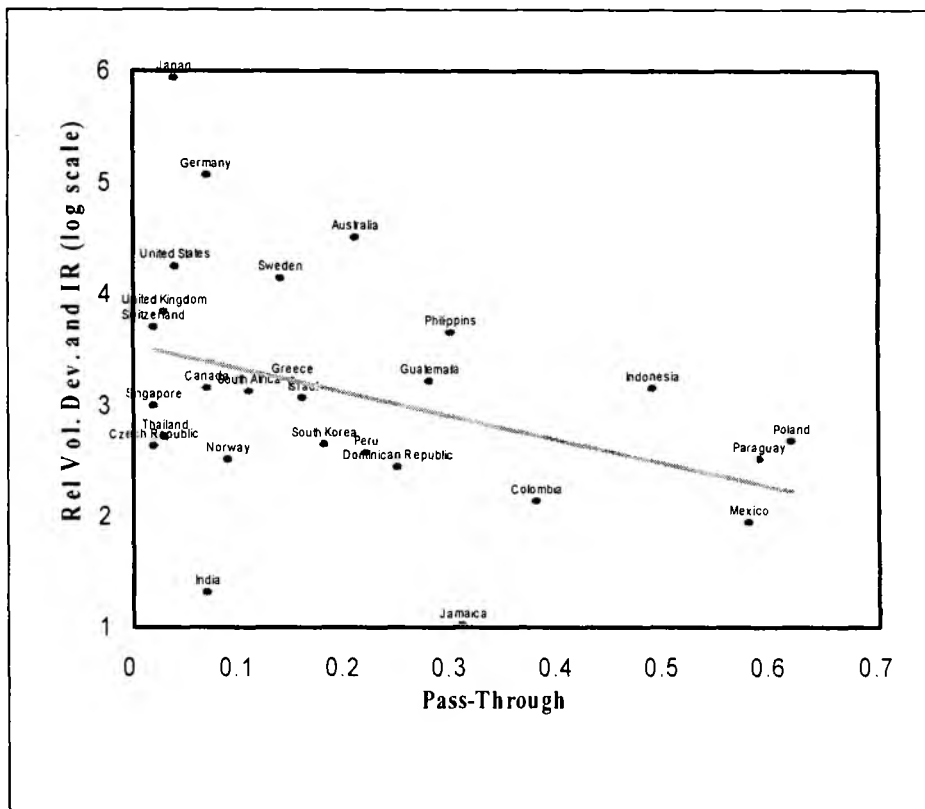


Figure 4

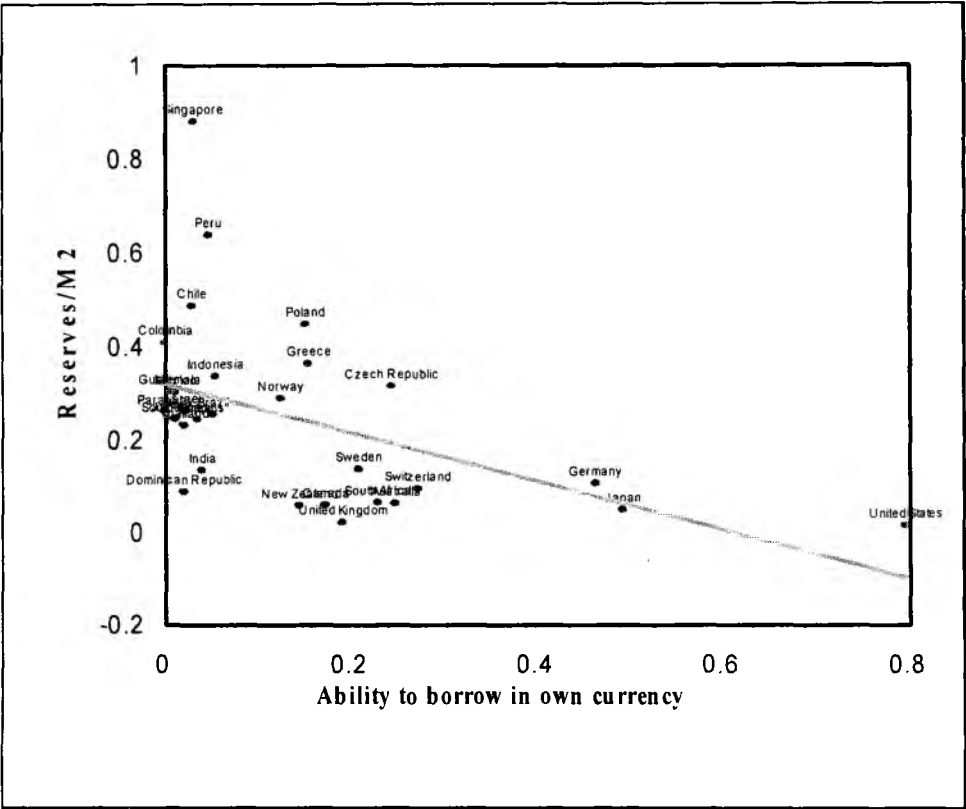


Figure 5

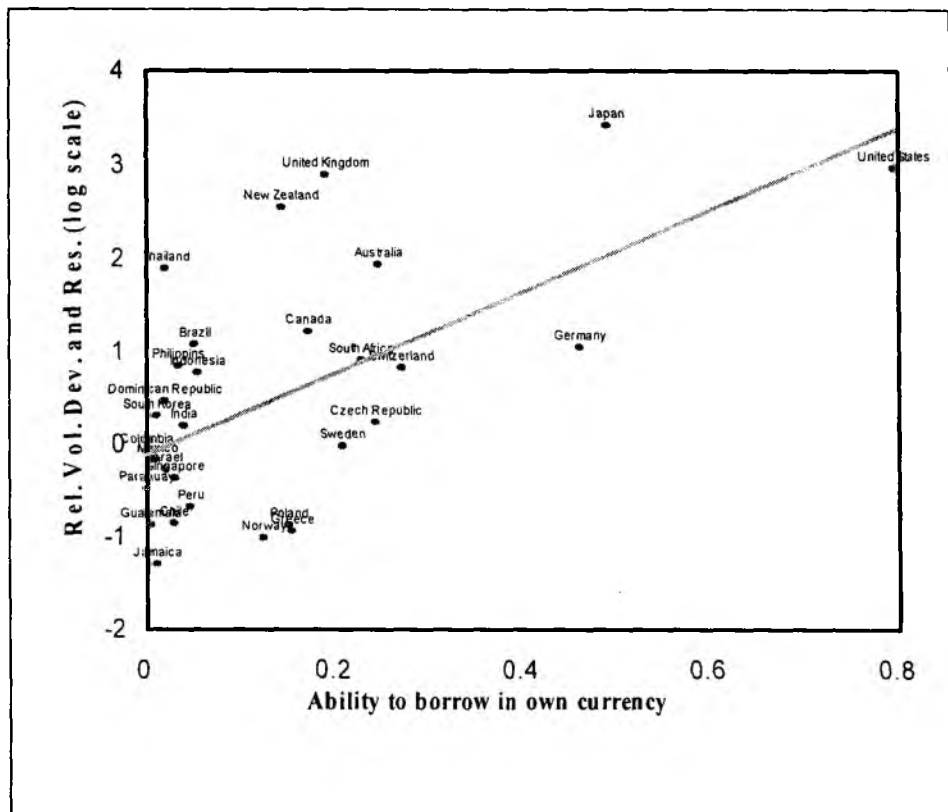
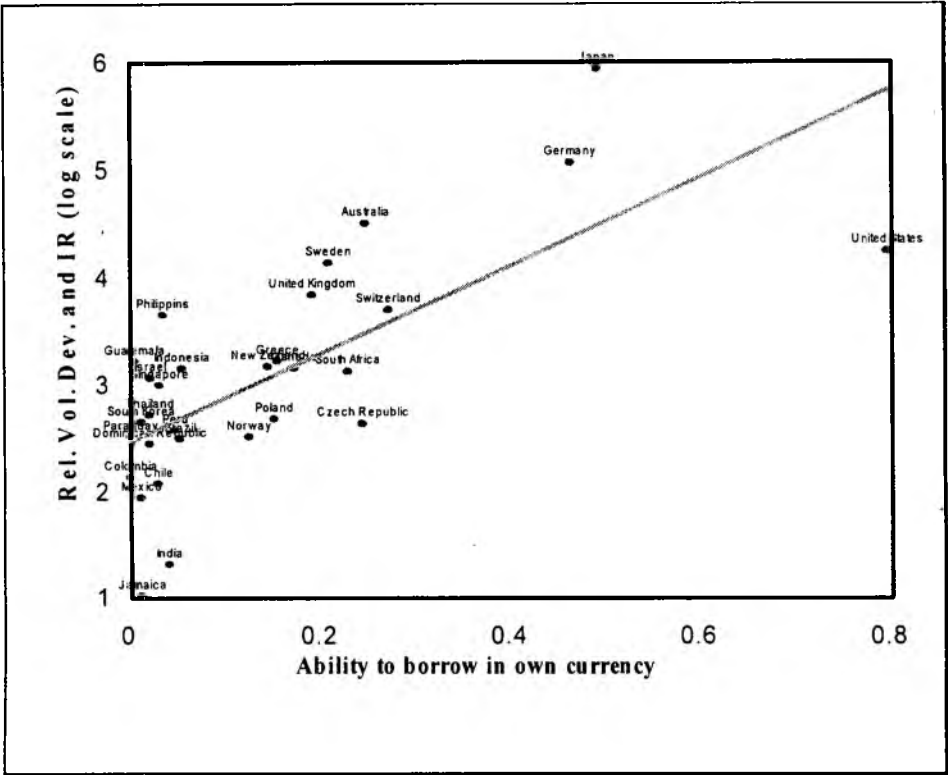


Figure 6



REFERENCES

- Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta and Abhijit Banerjee (1999), "Capital Markets and the Instability of Open Economies", *CEPR Discussion Paper 2083*.
- (2000), *Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints*, mimeo, UCL.
- Bacchetta, Philippe (2000), *Monetary Policy with Foreign Currency Debt*, mimeo, University of Lausanne.
- Ball, Laurence (1998), "Policy Rules for Open Economies," *NBER Working Paper 6760*.
- De Brouwer, Gordon and Neil Ericsson (1995), "Modelling Inflation in Australia", *Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper 9510*.
- Calvo, Guillermo (1999a), *On Dollarization*, mimeo, University of Maryland at College Park.
- (1999b), *Capital Market and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America*, mimeo, University of Maryland at College Park.
- Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart (1999), "Capital Flow Reversals, The Exchange Rate Debate, and Dollarization", *Finance and Development*, September.
- (2000), *Fear of Floating*, mimeo, University of Maryland at College Park.
- Edwards, Sebastian and Miguel Savastano (1999), "Exchange Rate in Emergeng Economies: What Do We Know? What Do We Need To Know?" *NBER Working Paper 7228*.
- Fernández-Arias, Eduardo and Ernesto Talvi (1999), *Devaluation or Deflation? Adjustment Under Liability Dollarization*, mimeo, Inter-American Development Bank.
- Frieden, Jeff, Piero Ghezzi and Ernesto Stein (1999), *The Political Economy of Exchange Rate Policy in Latin America*, mimeo, Inter-American Development Bank.
- Garcés Díaz, Daniel (1999), "Determinación del Nivel de Precios y la Dinámica Inflacionaria en México", *Documento de Investigación Económica*, Banco de México.
- Hausmann, Ricardo (1999a), "Should There Be Five Currencies or One Hundred and Five?" *Foreign Policy*, 116: 65-79.
- Levy Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger (1999), *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*, mimeo, Universidad Torcuato di Tella.

McKinnon, R. (1963), "Optimum Currency Areas". *American Economic Review*. 53: 717-725.

Morón, Eduardo, Edwin Goñi, and Arturo Ormeño (1999), *Central Bankers Fear of Floating: The Peruvian Evidence*, mimeo, Universidad del Pacifico.

Stein, Ernesto, Ernesto Talvi, Ugo Panizza and Gustavo Marquez (1999), *Evaluando la Dolarización: Una Aplicación a Países de América Central y del Caribe*, mimeo, Inter-American Development Bank.

Svensson, Lars (1997) "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," *European Economic Review*, 41: 1111-1146.

SISTEMAS BANCARIOS Y GLOBALIZACIÓN. EXPERIENCIA VENEZOLANA¹

Sary Levy Garciente*

ESCUELA DE TRABAJO SOCIAL, UCV

Resumen:

El presente artículo revisa el conjunto de transformaciones que han experimentado los sistemas financieros producto de los procesos de globalización, para evidenciar los retos a los que se ven sometidos los países menos desarrollados en el afán de sintonizarse con dichos cambios. Se hace especial mención a la experiencia venezolana.

Palabras claves: Macroeconomía financiera, sistema financiero, sistema bancario, globalización financiera, Venezuela.

INTRODUCCIÓN

Al buscar una constante en nuestro tiempo, pareciera que la única que se consigue es el cambio. Y es que el proceso de liberalización financiera iniciado en los 70', abrió las puertas al incremento y desregulación de los flujos de capital, que favorecido por los avances tecnológicos en la telemática, permitió el crecimiento y transnacionalización del sector y se constituyó en una poderosa fuerza de convergencia de alcance internacional que le imprimiría al mundo financiero las características de competitividad, interdependencia e instantaneidad que hoy en día posee. Paralelamente, este proceso ha estado acompañado por una creciente volatilidad de variables básicas de la economía, como lo son la inflación, el interés y los tipos de cambio, conduciendo a una importante fragilidad de los sistemas bancarios y las cada vez más frecuentes crisis financieras marcadas por su capacidad de "contagio".

Siguiendo el clima de ideas de esa época, algunos países de la región latinoamericana se embarcaron en una serie de medidas encaminadas a la liberalización de sus sistemas financieros, pero de forma casi simultánea se desata la crisis de la deuda externa y los consecuentes programas de ajuste macroeconómico, cuyas medidas tuvieron como resultados intermitencia del crecimiento, variaciones en el sentido de los flujos de capital y desajuste de indicadores bási-

¹ Este artículo recoge parte de las investigaciones de la autora para su tesis doctoral.

* Economista, docente e investigador de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad Central de Venezuela. En este momento es investigador visitante en la Universidad de Massachusetts (Amherst, Massachusetts/EUA).

cos de la economía. De esta manera, los sistemas financieros se vieron seriamente afectados por la inestabilidad macroeconómica de la región, produciéndose bancarrotas, intervenciones gubernamentales, nacionalizaciones y ventas o fusiones con grupos transnacionales.

Dentro del marco de la globalización financiera, la debilidad económica de la región latinoamericana y los problemas de sus sistemas bancarios, en la década de los noventa, y bajo lo que podrían llamarse medidas de ajuste de segunda generación, los países latinoamericanos han introducido cambios en sus legislaciones para flexibilizarlos, fortalecerlos, mejorar su supervisión y regulación, reducir la participación estatal, abrirla a la inversión extranjera y ampliar las actividades bancarias con tendencia a la "multibanca".

Esta situación se ha evidenciado en el caso venezolano, el cual ha vivido importantes transformaciones desde inicios de los 90' y cuyos resultados parciales han de ser evaluados detenidamente para fortalecer los logros alcanzados y remediar las desviaciones generadas.

ELEMENTOS DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

La transformación determinante de la década de los 70' es el resultado del colapso del sistema Bretton Woods, que establecía entre sus elementos básicos, un sistema de paridades fijas con respecto al dólar norteamericano y de éste con respecto al oro.

Mientras los tipos de cambio eran fijos, el sector privado estaba libre del riesgo cambiario, pero con la declaración de inconvertibilidad oro/dólar, el riesgo cambiario pasó a ser una variable determinante del nuevo orden. La variabilidad generada en el tipo de cambio se acompañó de un importante movimiento en las tasas de interés, las cuales, al igual que el tipo de cambio, fueron determinadas, más por las fluctuaciones del mercado, que por imposiciones de las instituciones monetarias de los Estados nacionales.

Esto presionó a las finanzas nacionales e internacionales a la creación de nuevos instrumentos capaces de saltar muchas barreras previamente existentes. De esta manera, la creación de medios de pagos se fue privatizando, es decir se establecieron mayores mecanismos de creación de liquidez a través de instrumentos propios de las instituciones privadas de los sistemas financieros, que la proporción que pudiera ser generada por las instituciones centrales de emisión nacional.

Los elementos anteriores fueron estableciendo un nuevo conjunto de lineamientos a ser tomados en cuenta por las estructuras institucionales, de forma que los principios de funcionamiento de los modernos bancos centrales giraron en torno a las tendencias inflacionarias inherentes al conflicto entre los efectos de corto y largo plazo de una expansión monetaria. De igual manera, han rescatado el conflicto entre los beneficios de proteger a los bancos centrales de las presiones gubernamentales y su nivel de responsabilidad o rendición de cuentas (accountability) (Fisher, 1994).

En todo este proceso se comenzó a sentir una importante presión para favorecer procesos de desregulación y la eliminación de controles cambiarios. Para 1973, las transacciones FOREX mantenían una relación con el comercio internacional de 2 a 1, mientras que para 1995 era de 70 a 1 y su montante era el equivalente a las reservas internacionales en oro (Eatwell y Taylor, 2000).

Por otro lado, mientras el sistema financiero ha mantenido una importante tendencia creciente, los datos que reflejan la producción y el empleo no han evolucionado tan favorablemente. Lo anterior es conocido como la desvinculación de la economía de su sustancia material, su desmaterialización, su virtualización, el capitalismo de casino, la financiarización económica, la hegemonía financiera.

Dado el volumen de capital, la rapidez de circulación, la capacidad de crecimiento, la interconexión de los agentes y por ende la capacidad de imprimir riesgo y volatilidad, la dimensión financiera de la economía ha de ser revisada cuidadosamente, especialmente su desacoplamiento en su funcionamiento y su aparente desconexión del todo social, así como evaluar los mecanismos conocidos de transmisión a la dimensión "real" de la economía.

Entre los elementos que nos informan de la hegemonía financiera vale destacar:

- El desarrollo de los euromercados, que por su estructura apátrida, dinámica y competitiva a nivel internacional los ha convertido en el lugar por excelencia para las transacciones financieras, favoreciendo la aparición y desarrollo de centros financieros Off-Shore. El desarrollo del eurocrédito sindicado y la institución del roll-over como mecanismo apropiado para las grandes transacciones transnacionales.
- El creciente peso de la banca de inversión por sobre la banca comercial, que ha dado paso a la aparición de nuevas instituciones que ofrecen servicios más ajustados a las distintas necesidades de los demandantes. Destacan en este sentido las instituciones de inversión colectiva, léanse

Fondos Mutuales y Fondos de Pensiones, así como los denominados Para-bancos. Esta situación ha favorecido la creciente sustitución del ahorro y el crédito, por la inversión y la especulación (Levy, 1999).

- Las transformaciones de la banca comercial: su integración financiera internacional, su orientación a banca de mayoreo, su énfasis en el riesgo financiero, la creciente participación de los costos transaccionales como fuente de ingresos, la fusión como vía para el logro de la competitividad exigida en el ámbito internacional, la tendencia a la banca universal, el desarrollo de los servicios en línea hasta la constitución del llamado "banco virtual"².
- El crecimiento de los mercados de capitales y su integración prácticamente total, hasta el punto de poder considerarlo uno solo. Esta situación ha sido potenciada por los procesos de titularización que imprimen a la dimensión financiera de la economía una vitalidad nunca antes vista, permitiendo un desarrollo de la liquidez que pareciera ser ilimitada. Esta situación transformará elementos vitales en el mundo económico, entre otros los relativos a la variación de precio debido a causas monetarias, que debilita la reproducción del sistema, dando lugar a lo que algunos llaman la teoría subversiva de la liquidez.
- El desarrollo de una serie de nuevos instrumentos como los ABS (Asset-based securities) y MBS (Mortgage-backed securities) que han permitido a los bonos popularizarse y tener un importante monto en los portafolios. Lo que el mercado de ABS y MBS ha logrado consolidar es la capacidad

² Específicamente, el Security First Network Bank, primer banco virtual con seguro federal de los EUA abierto en 1997, no tiene más que una oficina en Pineville, Kentucky, y basó su estrategia de mercado en atraer clientes a través del Internet, logrando en 6 meses una cartera de 2.000 clientes que montaron US\$6 millones. Este banco por su estructura de costos puede ofrecer hasta un punto porcentual por encima en los depósitos, con la adicional ventaja de estar abierto 24 horas y sin colas para el usuario, pues puede acceder a él a través de Internet desde su casa tan solo dirigiéndose a la siguiente dirección: <http://www.sfnb.com>. Ciertos estudios señalan que 1.600 bancos norteamericanos ofrecerán sus servicios por Internet en los próximos 3 años. A la par se están desarrollando una serie de servicios asociados a este tipo de institución, como por ejemplo servicios de información, como el Online Banking Report (OBR) que ofrece información sobre los bancos que funcionan por Internet, sus WEB sites, el tipo de proveedor, el capital del banco y otras.

de mercadear activos que de otra manera serían imposibles de negociar, es decir la titulización³.

- El importante crecimiento de los montos negociados en derivados, que en una primera fase surgen como elementos de cobertura de riesgo en el proceso de especulación bursátil, pero que en su desarrollo han marcado el llamado desacoplamiento de la economía financiera de la economía "real" y que desde cierto ángulo, son los principales responsables de esa sensación de que el ámbito financiero posee vida propia. En este sentido, el flujo de bienes y servicios diario es cerca del 2% de las transacciones que se efectúan en el mercado FOREX y el valor de los derivados es 24 veces mayor que el valor de la producción mundial.
- La incorporación al mundo bursátil de las economías no desarrolladas, ya sea por la vía de las renegociaciones de deuda externa a través de procesos de titulización o por el desarrollo de las llamadas Bolsas Emergentes como mecanismo de atracción de inversiones. Es de destacar el papel que adquiere el mercado de capitales ante los problemas de reestructuración de deuda externa de muchos países en vías de desarrollo, las cuales a través del Plan Brady, logran por esta vía solucionar algunos problemas de corto plazo. Además, esto trajo aparejado el desarrollo de mercados de capitales en estos países, algunos de los cuales recibieron especial atención internacional bajo el epíteto de "mercados emergentes"⁴.

³ Entre los instrumentos ABS que más destacan están los ADS y GDS (certificados negociables emitidos por un banco depositario en el exterior sobre los títulos o derechos – acciones- de empresas en determinado país), los Warrants (bonos garantizados convertibles), los cuales han permitido potenciar el mecanismo de negociación PORTAL y OTC (over the counter). La parte más controversial del mercado es que estos activos respaldados son adquiridos por préstamos HLTV (high-loan-to-value) que permite a los poseedores de bienes raíces apalancarse con hasta un 125% del valor de los mismos.

⁴ Los criterios para definir un mercado de valores como emergente han sido: mercados de moda, volátiles, con expectativas de altos rendimientos, con instrumentos negociados en un mercado público, no muy desarrollados, que ofrecen posibilidades de inversión a largo plazo y que atraen el interés de inversionistas institucionales. Cuando el término se puso en boga, a principios de los 80', los mercados emergentes eran casi todos asiáticos. Sin embargo, en los 90' se le incorporaron las bolsas latinoamericanas, las cuales a comienzos de década ofrecían el mayor potencial de crecimiento. Por ejemplo, en 1989 la publicación Euromoney clasificaba en 40º lugar (de 44 puestos) al mercado de valores de Venezuela, para 1990 la bolsa venezolana fue considerada la "bolsa estrella" de todos los mercados emergentes al generar un rendimiento anual del 572% en dólares americanos y del 608% en bolívares, con un incremento de su capitalización del 460% en un año, para 1991 el rendimiento cayó a 34% y en el 92' el rendimiento fue negativo.

- El impacto del desarrollo tecnológico en los servicios financieros, que por un lado marca una importante transformación del servicio bancario posibilitando transacciones en línea y el desarrollo de la banca virtual y por el otro, en los mercados bursátiles, favoreciendo el desarrollo del mercado PORTAL y OTC e imprimiéndoles un dinamismo nunca antes visto.
- Los procesos de desregulación financiera, que parten del principio de la eficiencia de los mercados para la asignación de los recursos, pero que se aplican en un entorno donde los contrastes de eficiencia⁵ no se cumplen.
- La generación de una creciente interrelación de los principios regulatorios y de las instituciones, teniendo como trasfondo los procesos de integración financiera regional e internacional. Resulta válido recordar que la unificación de una serie de normas o modos de operar son más fáciles de decir que de hacer, pues las mismas se topan con las diferentes legislaciones que son de carácter nacional y con tradicionales formas de operar.
- El nivel de interrelación de los mercados, que si bien ha dinamizado positivamente el carácter de las transacciones financieras, paralelamente ha permitido el contagio de efectos negativos producidos en los mismos, conformando un sistema altamente volátil y riesgoso. Al incrementarse el nivel de riesgo se generan ineficiencias económicas, lo que incrementa el costo de formación de capital, además de alimentar el contagio. Este riesgo sistémico presiona a las instituciones a la creación de mecanismos de garantía de la inversión, con el consecuente incremento del riesgo

Estas bolsas se muestran con empresas que se abren al mercado de capitales, presentando baja capitalización (como porcentaje del PIB) y una excelente relación precio/utilidad; como contrapartida presentan ciertas imperfecciones: bajos volúmenes de operación, alta concentración del mercado en pocas empresas, mecanismos operativos en proceso de transformación y adecuación a los estándares internacionales y una limitada disponibilidad de información y análisis. Nuevamente para el caso venezolano la concentración del mercado bursátil es muy elevada, cerca del 70%, la cual comparada con la Norteamericana que es poco mayor al 15%, muestra una distancia importante, así como con el resto de los mercados bursátiles maduros, cuyos indicadores oscilan entre un 15 y un 40% (según los estándares impuestos por la IFC). Por lo anterior los mercados emergentes cumplen con los principios de la moderna teoría de portafolio: alta volatilidad aparejado con alto retorno esperado.

⁵ En su trabajo sobre el mercado de capitales, Eugene Fama destaca el no cumplimiento de los contrastes de eficiencia, independientemente de su nivel de exigencia (contraste fuerte, semi-fuerte y débil).

moral y sus perversos efectos al incentivar la inversión de más alto riesgo sin sus costos correspondientes.

Con respecto a las crisis financieras vale destacar el hecho de que cada vez son más frecuentes; la de los años 1987, 1992, 1994, 1997 y 1999, son prueba de ello. Por su parte, la crisis financiera iniciada en México en diciembre de 1994 y más recientemente la de las economías asiáticas y la de la economía rusa, han puesto en evidencia los crecientes riesgos sistémicos derivados de la interdependencia que caracteriza el sistema monetario, financiero y comercial internacional. Asimismo, se ha puesto en evidencia la vulnerabilidad de los países en desarrollo (las economías emergentes, en particular) y la vigencia del tema del financiamiento del desarrollo. Estas crisis también han reactivado el debate en torno al papel de las instituciones financieras internacionales en este nuevo contexto mundial.

Por otra parte, la crisis asiática pone de relieve lo que los analistas financieros identifican como configuraciones de riesgo: los países afectados o potencialmente afectados por la crisis y, en particular, las economías emergentes, se ubican en la clasificación de riesgo financiero en función de criterios tales como la debilidad o fortaleza de su moneda frente al dólar y otras divisas y la estabilidad de la tasa de cambio, la magnitud de sus desequilibrios externos, su estabilidad macroeconómica y su credibilidad financiera en los mercados internacionales de capital. Todos estos indicadores están destinados a evaluar la ubicación del país en el sistema monetario y financiero internacional. En otros términos, crisis sistémicas como la asiática, evidencian tanto la importancia intrínseca del sistema y de su dinámica, como la importancia de las clasificadoras de riesgo que se han convertido en un dato determinante para los flujos de capital.

El impacto sistémico o el contagio evidenciado en la crisis asiática (1997) se caracterizó por su rapidez y su alcance dentro y fuera de la región origen de los problemas bursátiles. Su análisis permitió precisar sus manifestaciones y consecuencias, identificándose varias de sus correas de transmisión, que operaron gracias a la creciente interdependencia entre las economías del mundo entero y a las características de dichas economías: tasas de cambio flexibles, apertura de los sistemas financieros y comerciales y relativa homogeneidad en las políticas macroeconómicas de las economías emergentes; y que como consecuencia, obligaron a revisar a la baja todos los pronósticos para el año 1998 y 1999 referente al crecimiento del producto. Como datos tenemos que las estimaciones de crecimiento para los EUA a comienzos de 1998 eran del 3,6% mientras que las proyecciones para el año 1999 fueron del 1,7%; o el caso de economías que venían desempeñándose de forma bastante estable, como la chilena, que por

dirigir gran parte de sus exportaciones a la región asiática fueron también golpeadas por la crisis.

Por su parte, muchas de las entidades bancarias surcoreanas se vieron fuertemente debilitadas a raíz de la crisis, pues además de los problemas cambiarios de la región, gran parte de sus carteras estaban conformadas por GKO's (bonos del gobierno ruso) y Bradys de Brasil, los cuales tuvieron que ser liquidados en forma prematura e indiscriminadamente para hacer frente a la crisis y que –por ende– se convirtieron en agente catalizador a su posterior caída de precio.

En el caso de la crisis rusa, la misma estalla por declaraciones frente al pago de la deuda externa, que dicho sea de paso, estaba circulando en los mercados internacionales a través de mecanismos de titulización. En este sentido destaca el papel del FMI que otorgó US\$22.000 millones para solventar esta crisis. El caso de Brasil es algo distinto, pero también producto de una grave situación económica y social interna, pero –además– al desatarse esta otra crisis, los analistas financieros internacionales la consideraron la última barrera antes de que la crisis afectara a los centros desarrollados, razón por la cual nuevamente interviene el FMI.

En otro orden de ideas, un nuevo elemento generador de complejidad ha aparecido, una nueva moneda: el EURO. Desde el punto de vista del proyecto europeo comenzado en los 50', el establecimiento de una moneda única es un paso determinante para la total integración. Paralelamente, en el plano financiero marca un reto importante para los inversionistas, quienes tratan de evaluar y prever su impacto en el mercado accionario y de renta fija, así como de estimar el grado de fortaleza o debilidad de la nueva unidad.

La existencia de una moneda única es un importante incentivo al comercio entre naciones pues elimina el riesgo cambiario, en el plano financiero disminuirá paulatinamente hasta el 2002 los beneficios por concepto de arbitraje en el cambio, lo que conducirá a una mayor transparencia en la fijación de los precios de los valores transados. Obviamente, esto implica un importante desafío sobre todo para aquellos inversionistas que basaban sus ganancias en el diferencial de precio derivado del diferencial cambiario, ni hablar de la reducción que representa para las casas de cambio. Además, con la introducción de la nueva moneda se espera un aumento en la ola de fusiones y asociaciones de empresas del orden financiero y productivo en la región europea.

Con relación a la fortaleza o debilidad de la moneda hay que recordar que la Unión Europea se ha ido conformando como una de las regiones con mayor

estabilidad y prosperidad económica, a pesar de los indicadores de desempleo, lo que ha permitido que las monedas de los países que la integran hayan logrado mantener tipos de cambio estables y con tendencia a su fortalecimiento. Especial mención merece el Marco Alemán, el cual, junto con el Dólar Norteamericano, el Yen y la Libra Esterlina, es una de las monedas de referencia internacional. Pero es de resaltar que desde antes de su aparición en el mercado (enero 1999) varios países fuera del continente europeo han expresado su deseo de incorporarla como alternativa a las monedas tradicionales en sus reservas internacionales. Específicamente, China había manifestado su intención de reemplazar con Euros lo mantenido por Greenback. Además, su entrada en el mercado ha mostrado signos muy positivos, y se ha comportado en función de expectativas previstas, pues se consideraba que su precio estaría entre 1.15 y 1.2 euros por dólar y cerró el primer día en 1.17. La nueva moneda entonces, no sólo marca un "ámbito cambiario" sino que permitirá que la región sea vista por los inversionistas internacionales como una "área de oportunidad financiera", lo que a la larga contribuirá a incrementar aún más el peso bursátil de la región.

En conclusión, las transformaciones el área financiera antes esbozadas han generado implicaciones ineludibles en el plano internacional. Hablamos de nuevos actores, de nuevas formas, pero además de nuevos peligros; *riesgo y volatilidad* son los descriptores de las finanzas internacionales.

PERSPECTIVAS EXPLICATIVAS

Lo señalado con anterioridad plantea un radio de acción que no se circunscribe al entorno financiero de la economía, sino que por el contrario tiene profundas imbricaciones con el resto económico y por ende, con el todo social. En este sentido vale destacar que los procesos esbozados previamente le han dado un dinamismo tal a la dimensión financiera de la economía, que pareciera permitirle crecer sin conexión con la dimensión real de la misma. Esta situación pareciera ser cierta en una primera instancia, pero a su vez, es por definición no maximizable, pues el sector financiero tiene sentido por su vinculación y su capacidad de viabilizar las necesidades evidenciadas en la economía real, en tanto que manifestación de una dimensión particular del actuar de una sociedad; de ahí la necesidad de evaluar estas transformaciones y revisarlas en un escenario donde se plantee la reestructuración del sistema o la posibilidad de su agotamiento y la posible emergencia de uno que lo sustituya. Para ello se hace menester tomar en cuenta las perspectivas teóricas que lo explican.

El planteamiento de que las variables financieras y monetarias afectan a las variables reales es de vieja data y tiene antecedentes en Bernacer (1922) y Keynes (1936); mientras que por otro lado, diversos teóricos inspirados en las doc-

trinas clásicas (Universidad de Salamanca, s. XVI) defienden el planteamiento de la neutralidad del dinero.

La perspectiva post-keynesiana destaca el ajuste básico a través de las cantidades, considerando los precios "viscosos". Dicha perspectiva plantea la existencia de un ajuste provisional e instantáneo en los mercados financieros, que a su vez determinarán el comportamiento de las variables en la "economía real". En otras palabras, desde este enfoque la inversión real está condicionada por la economía financiera, o de otra forma, los condicionantes generales del lado de la oferta monetaria, se armonizan con los condicionantes particulares del lado de la demanda, dando configuraciones específicas al mercado de capitales y a los sistemas financieros (Mata 1999, 115). Esta perspectiva establece una dinámica específica de interacción de variables que vincula las esferas real y financiera de la economía.

El enfoque que plantea la existencia de ciclos enfatiza en el muy largo plazo. Desde esta perspectiva el predominio actual del factor financiero en la economía posee aspectos comunes a procesos previos, aspectos recurrentes, que podrían ser vistos como "ciclos sistémicos de acumulación", cada uno de los cuales habría finalizado con crisis de sobreacumulación. En este sentido, las teorías de los ciclos destacan elementos políticos, como los explicados por el planteamiento de los ciclos hegemónicos, o elementos de carácter económico, como los explicados por los ciclos de Kondratieff. Estas perspectivas podrían complementarse con el enfoque sobre el ciclo del paradigma tecnoeconómico (Carlota Pérez). Desde este enfoque estaríamos en presencia de la conjunción de las fases críticas de los tres ciclos señalados, lo que explicaría las dificultades presentes y que se evidencia entre otras, por el decrecimiento de las tasas de crecimiento del producto y las cada vez más frecuentes crisis bursátiles.

Los aportes de teoría del caos a las ciencias sociales, abren nuevas perspectivas a las elaboraciones teóricas en esta área. En esta perspectiva existen dos grandes enfoques: aquel que considera al caos como precursor y socio del orden, y no su opuesto, y centra su atención en el surgimiento de las llamadas auto-organizaciones (postura sustentada entre otros por Prigogine); y aquel que considera que existe un orden oculto tras el caos y enfatiza en el desarrollo de estructuras disipativas y la existencia de atractores extraños, destacando su capacidad de generar nueva información (postura sustentada por autores como Lorenz, Feigenbaum, Mandelbrot). Más allá de las diferencias, en lo que coinciden es en la no-causalidad, la no-linealidad -por tanto pequeñas alteraciones pueden generar grandes efectos-, la complejidad, la sensibilidad a las condiciones iniciales y en la existencia de mecanismos de retroalimentación. En una primera aproximación, este tipo de explicación teórica pareciera resultar fértil a la hora de evaluar las crecientes crisis bursátiles que se han evidenciado en los

recientes tiempos, las cuales se han desatado de forma bastante inesperada y cuyo proceso se ha desencadenado tras situaciones bastante puntuales, pero generando efectos de contagio masivo a escala internacional.

Todas las perspectivas teóricas aludidas poseen aspectos explicativos valiosos de los procesos y fenómenos a revisar, sin embargo, los mismos presentan presupuestos bastante disímiles. Así, por ejemplo, la primera perspectiva reviste una explicación de carácter más centrado en lo económico que la segunda, cuya perspectiva sistémica y de muy largo plazo explota otras dimensiones del actuar humano. Por su parte, la última rompe con elementos como la causalidad y la evolución lineal temporal, presupuestos de fondo de las dos primeras perspectivas.

Por otra parte, dadas las transformaciones sufridas por el Estado como agente vital de regulación del sistema, éste ha visto disminuidas sus capacidades para controlar los flujos de capital generando un entorno donde se solapan y confunden las relaciones de poder. Así, los encargados de la planificación del desarrollo se ven disminuidos y hasta imposibilitados de manipular variables determinantes para la consecución del mismo.

En este sentido se hace obligante revisar quienes son los agentes que participan en este proceso, de forma tal de intentar conocer sus intereses y objetivos. En este sentido podríamos en una primera aproximación hablar de tres tipos de actores: los que participan a través de las Instituciones Financieras Internacionales (FMI, BM, OMC, Basilea); los representados a través de los Estados Nacionales (marcando la clara distinción que en cuanto a impacto tiene los distintos estados) y los inversionistas internacionales.

Lo anterior muestra una clara necesidad de revisión de la estabilidad del sistema. En este sentido diversos autores han expresado sus perspectivas: James Tobin, quien ha planteado la necesidad de imponer los flujos de capital, Giovanni Arrighi, quien considera que hay que ir más lentamente en el proceso de globalización financiera, Hale, quien señala la necesidad de apuntalar instituciones como el FMI, pues según él es el único que ha podido solventar o aliviar las crecientes crisis bursátiles, Eatwell y Taylor quienes plantean la necesidad de instituir una Autoridad Financiera Mundial y financistas importantes como George Soros, quien ha señalado la necesidad de proteger al sistema "de personas como él".

Por todo lo anterior, una revisión de la llamada hegemonía financiera y sus impactos en el todo social reviste gran importancia en este mundo globalizado de hoy, más aún para los países en desarrollo, los cuales se han visto muy mal

posicionados en los períodos más recientes y que han de enfrentar los enormes desafíos que imponen las necesidades de sus sociedades con Estados disminuidos y con nuevos actores en el entorno internacional.

ALGUNOS RETOS DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

En este espacio, marcado por el conjunto de transformaciones anteriormente esbozadas, los países menos desarrollados encuentran crecientes dificultades para tomar ventaja del comportamiento de los mercados financieros, mientras que sufren las consecuencias de sus crecientes niveles de riesgo y volatilidad. De esta manera, muchas de sus políticas para promover condiciones macroeconómicas estables, especialmente aquellas relacionadas con los aspectos monetarios y financieros tienden a ser de eficiencia relativa.

En el afán de adaptarse a las nuevas realidades, los países latinoamericanos han experimentado diversas transformaciones de sus marcos legales e institucionales; pero al parecer las mismas han sido insuficientes.

Específicamente, los sistemas bancarios de los países de la CAN han vivido importantes cambios: Bancos centrales con mayores niveles de autonomía legal, revisión de las entidades supervisoras y sus normas reguladoras, fijación de los tipos de interés por el mercado, flexibilización y regulación del tipo cambiario. De otro lado y en lo atinente al plano monetario y dada la necesidad de disminuir la volatilidad cambiaria, diversas alternativas han sido evaluadas: Cajas de Conversión, Sustitución Monetaria (dolarización) y el establecimiento de una moneda única regional. Algunos de estos mecanismos han sido instrumentados, pero con resultados algo ambiguos.

Estas transformaciones han sido apoyadas por planteamientos que tienen su sustento en el planteamiento ortodoxo de una oferta monetaria exógena y por ende, independiente de la actividad económica, aunque capaz de influir en ella. Paralelamente, la difícil situación económica por la que atraviesa la región, producto de la caída del precio de sus exportables, peso elevado de la deuda externa, elevadas tasas inflacionarias y volatilidad cambiaria, ha dificultado la existencia de un sistema bancario capaz de asegurar a la región una intermediación suficiente y económica. Esto, a pesar del conjunto de transformaciones realizadas, lo que lleva a cuestionar los fundamentos teóricos de dichas estrategias y sugiere replantearlas desde una perspectiva que parta de la endogeneidad monetaria, rechazando la neutralidad del dinero y enfatizando en la interacción de las esferas real y financiera de la economía.

Los retos que presentan para América Latina las transformaciones de la globalización financiera son de variada naturaleza; por un lado, atañe a los entes de emisión y regulación, tanto en su estructuración como en su actuación; y por el otro a los entes privados que participan en el sistema como proveedores de servicios.

Con relación a los Bancos Centrales me atrevería a señalar que su reto consiste en lograr un importante nivel de estabilidad en sus economías, la cual ha de ser tanto de carácter macroeconómico, es decir básicamente de precios⁶, como de su sistema financiero, regulándolo y supervisándolo de forma flexible favoreciendo la competencia.

Lo anterior, a través de un conjunto de estrategias en sintonía con el mercado, pues la desregulación ha traído como consecuencia que la efectividad de instrumentos de política de los Bancos Centrales se haya visto disminuida por las innovaciones financieras y el consecuente desdibujamiento de las fronteras nacionales, de ahí la necesidad de trabajar con y no en contra de las fuerzas del mercado, y la necesidad de tener presente el ambiente de desregulación e integración regional en el que se desenvuelve el sistema financiero.

Con relación a la apertura de los mercados de capital, la misma parece inevitable, pero hay que recordar que el éxito de la liberalización depende de diversos factores, entre los cuales vale señalar: su gradualidad, las condiciones iniciales de las instituciones financieras nacionales y su acompañamiento con una apropiada política cambiaria. Entre 1980 y 1997, por lo menos 2/3 de los países miembros del FMI han experimentado problemas significativos de tensión o crisis bancaria (Lindgren et al, 1996), por lo que ha quedado clara la importancia de la solidez financiera en la estabilidad macroeconómica y por ende en el éxito de los procesos de liberalización financiera. De otro lado, los procesos de integración regional presionan a rápidas y profundas transformaciones que dificultan la satisfacción simultánea de exigencias nacionales e internacionales.

Estos elementos han llevado a analizar diversas alternativas entre las que vale la pena señalar el incremento de los niveles de autonomía de las entidades emisoras, las cajas de conversión y los procesos de sustitución monetaria.

⁶ Elementos de la teoría como de la experiencia señalan que la disyuntiva entre inflación y crecimiento tiene sentido sólo en el muy corto plazo, puesto que la Curva de Phillips en el largo plazo es prácticamente vertical.

Por su parte, las entidades privadas que participan en el sistema financiero también enfrentan una serie de retos. Por un lado, la presión competitiva y la tendencia a las fusiones, promovidas tanto por la permisividad regulatoria, como por el mercado de capitales. De otro lado, las transformaciones en las preferencias de inversión que han transformado la tradicional forma de hacer negocios del sistema financiero, induciendo importantes innovaciones que a su vez llevan aparejadas situaciones de riesgo.

Las recientes crisis bancarias han evidenciado que para tener sistemas financieros sanos, sólidos y disciplinados, hay que poseer un buen sistema de información sobre la calidad de los créditos y sobre los riesgos que asumen los intermediarios financieros. Además, requiere fortalecer las instituciones encargadas de regular y supervisar al sistema financiero y, en particular, al sistema bancario. Estas instituciones han de tener la capacidad, la independencia y la autoridad suficiente para evaluar la calidad y los riesgos de las carteras de activos de los bancos con un criterio dinámico, así como el apoyo político para controlar prácticas de créditos relacionados para exigir la capitalización adecuada.

Como demostrara la crisis mexicana, los beneficios de la integración financiera no están asegurados. De hecho existen importantes riesgos potenciales de una integración financiera mal manejada. La disciplina de los mercados tiende a ser más exigente cuando la confianza de los inversionistas se pierde. Así, el reto para los sistemas bancarios de los países menos desarrollados está en evaluar cómo explotar el creciente interés de los inversionistas en sus mercados y lograr entrar en círculo virtuoso de una integración financiera productiva y evitar el círculo perverso de auges y crisis.

Los riesgos de quiebras masivas o sistémicas son mayores ante procesos de integración financiera por diversas razones:

- el incremento de la competencia induce a la banca a negocios más riesgosos para mantener sus niveles de ganancias
- la innovación financiera permite incrementar sus préstamos más fácilmente e incurrir en riesgos que no siempre se pueden manejar
- la velocidad de los cambios en los procesos de integración pueden generar presiones macroeconómicas, con importantes impactos en el sector financiero (como por ejemplo, una crisis de liquidez) de difícil manejo con la prontitud y efectividad necesaria, generando los consecuentes costos económicos y sociales.

Se observa entonces que a las exigencias de la globalización se suman a las debilidades y dificultades propias de los sistemas financieros de la región latinoamericana.

EXPERIENCIA VENEZOLANA

Al igual que el resto de los países de la Comunidad Andina, Venezuela en esta última década ha transformado profundamente el marco regulador de la actividad económica y la financiera en particular. En este sentido, se establece una nueva Ley de Banco Central en 1992, se modificó la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras en 1993; y por último, el 15 de diciembre de 1999, se aprobó una nueva Carta Magna por referendun consultivo.

Las nuevas características del BCV se establecen en la Ley de 4 de diciembre de 1992, publicada en Gaceta Oficial No 35016, que rige a dicha institución, cuando perdió el carácter de compañía anónima que tenía desde su creación y logró cierto nivel de independencia frente al gobierno:

Artículo 1- El Banco Central de Venezuela, creado por Ley del 8 de septiembre de 1939, es una persona jurídica pública de naturaleza única.

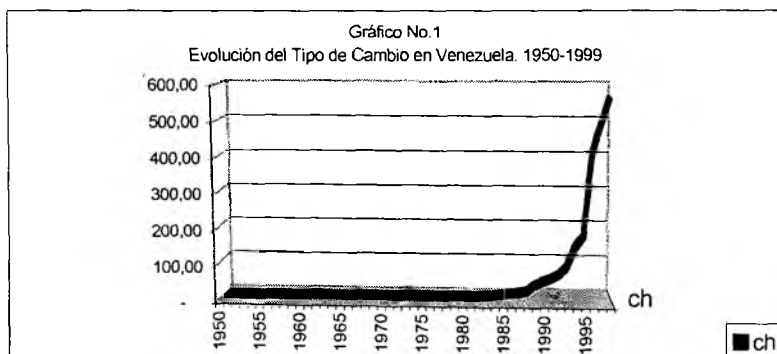
Artículo 2- Corresponde al Banco Central de Venezuela crear y mantener condiciones monetarias, crediticias y cambiarias favorables a la estabilidad de la moneda, al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía, así como asegurar la continuidad de los pagos internacionales del país.

lo cual es ratificado en la nueva Constitución, la cual en su Título VI, Capítulo II, Sección Tercera, establece:

23. Las competencias monetarias del Poder Nacional serán ejercidas de manera exclusiva y obligatoria por el Banco Central de Venezuela. El objeto fundamental del Banco Central de Venezuela es lograr la estabilidad de precios y preservar el valor interno y externo de la unidad monetaria. (...) El Banco Central de Venezuela es persona jurídica de derecho público con autonomía para la formulación y el ejercicio de las políticas de su competencia. El Banco Central de Venezuela ejercerá sus funciones en coordinación con la política económica general, para alcanzar los objetivos superiores del Estado y la Nación.

Para el adecuado cumplimiento de su objetivo, el Banco Central de Venezuela tendrá entre sus funciones las de formular y ejecutar la política monetaria, participar en el diseño y ejecutar la política cambiaria, regular la moneda, el crédito y las tasas de interés, administrar las reservas internacionales, y todas aquellas que establezca la ley.

Tradicionalmente, Venezuela había gozado de una importante estabilidad cambiara, situación que se modifica a partir de 1983, tras el llamado Viernes Negro, momento a partir del cual el bolívar comienza a sufrir sucesivas devaluaciones con respecto al dólar. En este entorno resulta de clara relevancia el cumplimiento del objetivo de preservación del valor de la moneda por parte de la entidad de emisión central.



En lo que atañe a la independencia del BCV con respecto al gobierno, la nueva Ley del ente emisor promueve un mayor nivel de autonomía. Los fundamentos para un banco central autónomo son básicamente tres: la literatura teórica sobre el sesgo inflacionario de las políticas discrecionales, la literatura empírica sobre los bancos centrales autónomos y el éxito de bancos centrales como el Bundesbank, el cual tiene una gran independencia frente al gobierno alemán. Un problema puede ser que esta idea sea sobrevendida y sea considerada la solución de todos los problemas del sistema monetario y no es así. Otro, que los elementos teóricos en los cuales la política está fundada, no expliquen la realidad económica a cabalidad.

La autonomía de un banco central se puede definir como su capacidad para tomar decisiones en el ámbito que le concierne sin recibir instrucciones del gobierno. Implica una separación de la toma de decisiones del banco central del sistema político, lo que conduciría a que tanto el banco central como el Tesoro fuesen instituciones autónomas.

Utilizando los indicadores elaborados por Cukierman (1995) para la medición de independencia legal de la banca central en Venezuela, se obtuvieron los siguientes resultados⁷.

<i>Indicadores de autonomía legal - Venezuela</i>	
- Directiva del BC (CEO)	
Término de sus funciones	0.50
Nombramiento del CEO por	0.50
Destitución del CEO	0.83
CEO y otro cargo de gobierno	1
- Formulación de políticas	
Quién formula la política monetaria	0.33
Resolución de conflictos*	0.2
Participación del BC en el presupuesto Gubernamental	0
- Objetivos del BC	0.4
- Préstamos al Gobierno	
Adelantos	0.66
Limitación en préstamos colateralizados*	0.33
Términos del préstamo decidido por*	0.66
Prestatarios posibles del BC	0
Tipo de limitación*	0
Madurez de los préstamos	0
Restricciones en los intereses	0.25
Préstamos en el Mercado Primario	0
Variable Agregada de Autonomía Legal	0.462125

*Aunque estos elementos no están estipulados en las respectivas leyes, el nivel fue establecido en función del conjunto de elementos que se exponen en la misma.

Si comparamos los niveles de independencia legal Venezuela que aparecen en el estudio mencionado para períodos previos, se observa un aumento de los niveles de la autonomía legal a través del tiempo. Esta situación puede verse como un interés de recurrir a este mecanismo con la finalidad de lograr los beneficios que la autonomía de la banca central, teóricamente, puede proporcionar.

⁷ Esquema de evaluación en el Anexo.

	1960-1971	1971-1992*	1992-1999
Venezuela	0.28	0.43	0.46

*Si bien el estudio de Cukierman señala este indicador hasta el año 1989, entre 1989 y 1992 no se realizaron cambios en la Ley del Banco Central de Venezuela.

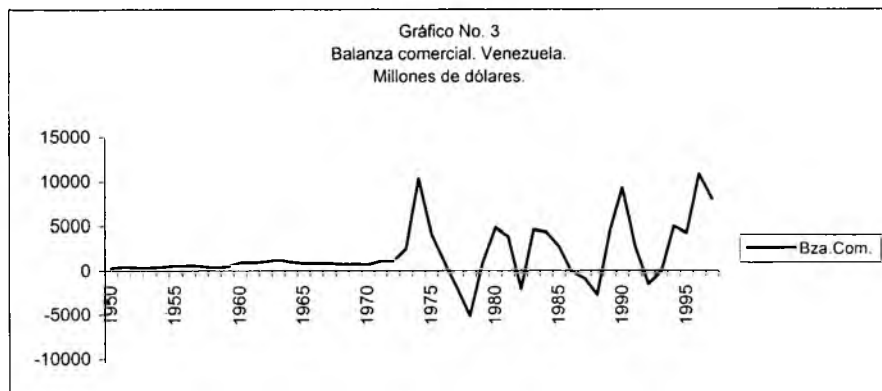
A pesar de lo anterior, dicha iniciativa se ha visto mermada a la hora de poner en práctica dicha medida, básicamente, por problemas fiscales. Por otro lado, a pesar de la autonomía establecida en la Ley, a raíz de la crisis bancaria de 1994, que trajo como consecuencia la intervención de 19 entidades bancarias y sus filiales, el BCV otorgó apoyos financieros al Fondo de Garantía de Depósitos (FOGADE), equivalentes al 10.1% del PIB, por lo que quedó seriamente limitada la capacidad real de la institución de ejercer dicha autonomía.

Vale destacar que la literatura que soporta el planteamiento de la autonomía del Banco Central señala un conjunto de requisitos, para que la misma pueda ser instrumentada. En este sentido, el primer elemento destacado por la teoría es la existencia de una conciencia colectiva sobre los costos inflacionarios.

Con relación a Venezuela, sus niveles inflacionarios habían sido tolerables hasta fines de los 70', llegando a mostrar un importante incremento en 1989, cuando alcanzó más del 80%. Posiblemente, en el caso venezolano, la conciencia sobre los costos inflacionarios era bastante significativa a la fecha de elaboración de la nueva ley del BCV (1992).



El otro elemento destacado por la literatura que soporta la autonomía del ente emisor es la necesidad de estabilidad en la balanza de pagos, cuyo comportamiento para el caso venezolano desde los 80' no se ha caracterizado por ser precisamente estable.



El tercer requisito señalado por la literatura que apoya la autonomía del Banco Central es un bajo nivel de déficit fiscal. Con relación a lo anterior, desde mediados de la década de los 70', Venezuela ha presentado recurrentes déficits fiscales, que sólo en breves períodos han sido superados. Además, con relación a la flexibilidad de las políticas económicas, en Venezuela, la misma se ve mermada al presentarse un importante déficit fiscal y comercial, además de presentar una baja diversificación de sus exportaciones.

Se observa, entonces, que las transformaciones legales realizadas para otorgarle mayores niveles de autonomía al ente emisor, por un lado no consideraron la totalidad de los requisitos exigidos por la literatura que la soporta, mientras que por otro, fueron violentadas ante la crisis vivida por el sistema financiero nacional.

Otra serie de transformaciones legales que se han realizado, atañe más directamente a las instituciones privadas que participan en el sistema financiero. En la actualidad, el sector bancario venezolano está compuesto por instituciones especializadas y bancos universales, con importante participación de la inversión extranjera en el sector, con tendencia a la consolidación de grupos financieros para dar un servicio integral a menor costo y de mejor calidad. Por su parte, la banca universal no puede desempeñarse como agente en los mercados de capital y seguro.

La Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras (Gaceta Oficial No 4641 Extraordinario del 2 de noviembre de 1993) norma las actividades de las siguientes entidades:

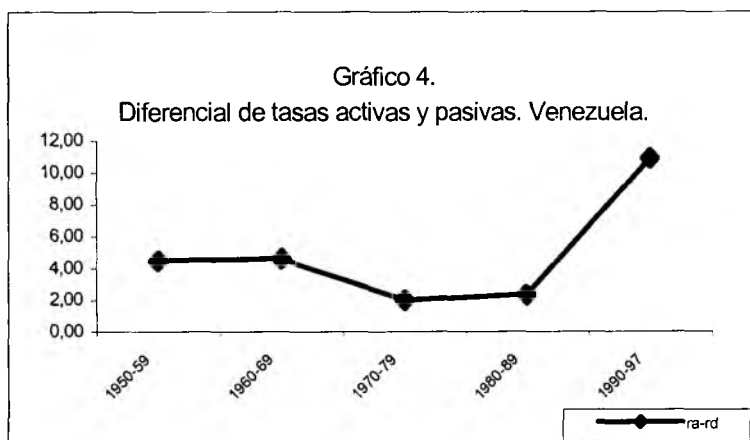
- Banca Universal
- Banca Comercial

- Banca Hipotecaria
- Banca de Inversión
- Sociedades de Capitalización
- Arrendadoras Financieras
- Fondos del Mercado Monetario
- Grupos Financieros

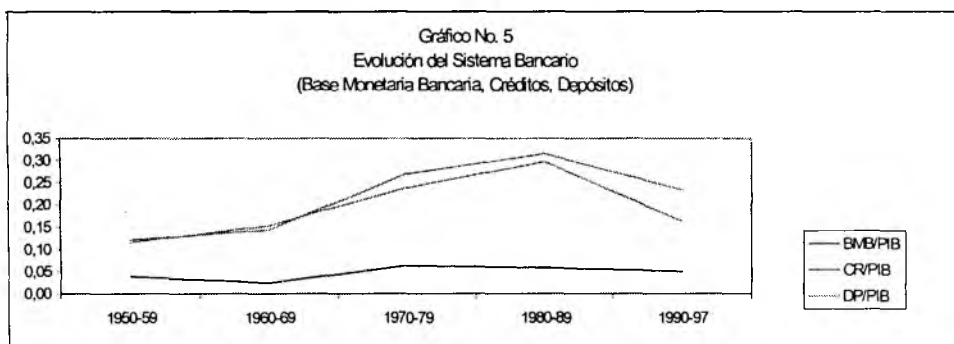
Dicha ley tiene exigencias de capital más estrictas, basándose en la normativa del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y otorga más autonomía para los reguladores. La cúpula del sistema bancario está conformada por la Superintendencia de Bancos y otras Instituciones Financieras y el Banco Central de Venezuela. La Superintendencia tiene como atribuciones la inspección, vigilancia, regulación y control de los bancos e instituciones financieras. Es concebida como una entidad autónoma financiera y operativamente y su Director es designado por el Presidente de la República.

La regulación de los distintos intermediarios financieros se basa en la normativa de supervisión bancaria de Basilea y atañe, entre otros aspectos, a exigencias de capital, solvencia (8% del activo según ponderación de riesgos), liquidez, niveles de encaje y concentración de créditos.

Al igual que la banca comercial en el ámbito internacional, Venezuela ha vivido un importante proceso de apertura a la inversión extranjera y de fusiones. Mucha de la literatura que soporta dicho proceso, plantea la reducción de costos operativos, acceso a fuentes alternas de capital y a innovaciones financieras, como elementos a lograr a través de este mecanismo. Sin embargo, las tasas activas siguen siendo altas para favorecer una reactivación del proceso de inversión, mientras que las pasivas siguen sin lograr un estímulo al ahorro, ya que ante niveles inflacionarios que rondan al 40%, las tasas activas están en un 20% y las pasivas entre 5 y 15%. Si bien los intereses han sido liberados y son fijados por el mercado, el principal formador de la tasa es el BCV a través de la subasta de títulos gubernamentales, por lo que el sistema no es totalmente libre (Ortíz, 1998).



La combinación de un proceso recesivo con un alto nivel de inflación, ha restringido la intermediación, impulsando a las instituciones a buscar fuentes alternas de ingresos, donde destacan las tarifas y comisiones por servicios, el incremento de los montos mínimos para apertura de cuentas y la exigencia de saldos mínimos elevados. Asimismo, la banca ha canalizado sus colocaciones hacia la inversión en Títulos de Estabilización Monetaria (TEM), emitidos por el Estado o en préstamos a empresas de reconocida solidez, limitándose la intermediación del sector (Schaeffler, 1995).



De lo anterior resulta una tendencia a la baja en la participación del sector bancario en la producción nacional medida como el nivel de créditos y depósitos y una participación del crédito bancario en la inversión en valores muy inferiores a la década de los 80' y propios de los años 70'.



Se observa entonces, un sistema financiero frágil, que no ha logrado impulsar el aparato productivo nacional y un conjunto de medidas que si bien en principio podrían lucir como apropiadas y positivas, han sido tomadas sin prestar particular atención a realidades concretas existentes y presupuestos teóricos exigidos para su buen desempeño.

REFLEXIONES FINALES

Como comentario final, rescato la necesidad de prestar particular atención al conjunto de transformaciones acaecidas en el entorno internacional, particularmente en el financiero. Estas nuevas realidades, obligan a redimensionar objetivos y replantearlas desde perspectivas variadas que tomen aspectos de múltiple naturaleza. Lo anterior resulta aún más exigente para los países menos desarrollados, pues sus fragilidades han de ser enfrentadas a una dinámica que no tiene compases de espera.

En la actualidad, la teoría económica está siendo revisada con un sentido altamente crítico, con profundas revisiones atinentes, no sólo a los mecanismos de política que han sido en diversas oportunidades recomendadas, sino además, con especial énfasis en la evaluación de los presupuestos que soportan dichos planteamientos. La incorporación en las elaboraciones teóricas de aspectos como la determinación endógena de múltiples variables antes consideradas exógenas, la aceptación de la existencia de imperfecciones del mercado y de información incompleta en la toma de decisiones; y algunas elaboraciones provenientes de la teoría de la complejidad; son algunos de los elementos que están presentes en las nuevas aproximaciones.

Por tanto, nuestros países si bien han de mantener la suficiente sintonía con las transformaciones del entorno internacional, han de evitar el apego acrítico a ciertas medidas que bien pudieron dar resultados positivos en otras situaciones, pero que en estos momentos, sea porque los supuestos que los soportan resul-

ciertas medidas que bien pudieron dar resultados positivos en otras situaciones, pero que en estos momentos, sea porque los supuestos que los soportan resultan excesivamente restrictivos o porque las situaciones en las que serán aplicadas no son las más apropiadas.

Particularmente, en el caso venezolano, a pesar de que las transformaciones realizadas podrían catalogarse como en sintonía con el clima de las ideas de la época, las mismas no han dado los resultados deseados, tanto por razones inherentes de las medidas tomadas, como de las circunstancias en las cuales fueron adoptadas.

ANEXO

Indicadores y ponderación para la medición de los niveles de autonomía legal

	Ponderación
A) Directivo del BC (Chief Executive Officer, CEO)	0.20
1-Término de sus funciones	0.25
Más de 8 años	1.00
Entre 8 y 6 año	0.75
5 años.	0.50
4 años	0.25
Menos de 4 años o de discreto nombramiento	0.00
2- Nombramiento del CEO por	0.25
Junta del BC	1.00
El Consejo con miembros del ejecutivo, legislativo y la Junta del BC	0.75
El legislativo	0.50
El ejecutivo (consejo de Ministros)	0.25
1 o 2 miembros del Ejecutivo	0.00
3- Destitución del CEO	0.25
No se estipulan causales	1.00
Por razones no políticas	0.83
Posible y a discreción de la Junta del BC	0.67
Por razones políticas a discreción del legislativo	0.50
A discreción del legislativo	0.33
Por razones políticas a discreción del ejecutivo	0.17
A discreción del ejecutivo	0.00
4- CEO y otro cargo de gobierno	0.25
Prohibido por ley	1.00
Bajo autorización del ejecutivo	0.50
No prohibido	0.00
B) Formulación de políticas	0.15
1- Quién la formula	0.25
BC sólo	1.00
BC y Gobierno	0.66
BC asesora al Gobierno	0.33

	Ponderación
Gobierno	0.00
2-Resolución de conflictos	0.50
BC sobre asuntos definidos por ley	1.00
Gobierno en asuntos no definidos como metas del BC	0.80
Comisión formada por miembros del BC, el legislativo y el ejecutivo	0.60
El legislativo	0.40
El ejecutivo con posible protesta del BC	0.20
El ejecutivo tiene autoridad incondicional	0.00
3-Participación del BC en elaboración del presupuesto Gubernamental	0.25
Sí participa	1.00
No participa	0.00
C) Objetivos del BC	0.15
Estabilidad de precios y otras políticas que ayuden a lograrla	1.00
Sólo estabilidad de precios	0.80
Estabilidad de precios y otros no conflictivos	0.60
Estabilidad de precios junto con otros de consecución conflictiva	0.40
El BC no tiene objetivos establecidos	0.20
Aparecen objetivos pero no el de estabilidad de precios	0.00
D) Préstamos al Gobierno	0.50
1-Adelantos	0.30
Prohibidos	1.00
Sujetos estrictas limitaciones	0.66
Sujetos a limitaciones flexibles	0.33
No hay limitaciones	0.00
2-Limitación en préstamos colateralizados	0.20
Prohibidos	1.00
Sujetos estrictas limitaciones	0.66
Sujetos a limitaciones flexibles	0.33
No hay limitaciones	0.00
3-Términos del préstamo decidido por	0.20
Controlado por el BC	1.00
Especificados por ley o por el BC	0.66
Negociados entre el BC y el gobierno	0.33
El ejecutivo lo impone al BC	0.00
4-Prestatarios posibles del BC	0.10
Gobierno Central	1.00
Gobiernos regionales	0.66
Empresas públicas	0.33
Sector privado	0.00
5-Tipo de limitación	0.05
Monto en efectivo	1.00
Porcentaje del capital y pasivos del BC	0.66
Porcentaje de ingresos gubernamentales	0.33
Porcentaje de los gastos del gobierno	0.00
6-Madurez de los préstamos	0.05
Máximo 6 meses	1.00
Máximo 1 año	0.66
Más de 1 año	0.33
No especificada	0.00
7-Restricciones en los intereses	0.05

	Ponderación
A tasa de mercado	1.00
Menor a la del mercado hasta cierto nivel	0.75
No puede exceder cierto límite	0.50
No se establecen provisiones	0.25
Prohibido cobro de interés al Gobierno por ley	0.00
8-Préstamos en el Mercado Primario	0.05
Prohibición del BC de adquirir papeles Gubernamentales en mercado primario	1.00
No hay prohibición	0.00

Fuente: Cukierman, 1995: 373-376

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aguirre, Ernesto (1997), "Reformas básicas de los sistemas bancarios en América Latina. Análisis comparativo, tendencias y perspectivas", *SELA, II Reunión de Alto Nivel sobre la Reforma de los Sistemas Financieros en América Latina y el Caribe*, 27-28/10/97, SP/RANRSF/II/Di No. 8, Caracas.
- Alesina, Alberto y Lawrence H. Summers (1993), "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence" *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 25, No.2, Mayo.
- Anzola, Hernán (1999) "Constitución y Banco Central", *El Universal*, 11.11.99
- Base de Datos del Proyecto de Investigación "Armonización de Políticas Macroeconómicas" a cargo del Dr. Luis Mata Mollejas en el CENDES-UCV
- Berman, Sheri y Kathleen R. McNamara (1999), "Bank on Democracy. Why Central Banks Need Public Oversight" *Foreign Affairs*, Vol.79, No. 2, March/April.
- Capie, Forrest, et al. (1994), *The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, USA.
- Cukierman, Alex (1995), *Central Bank strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press, Cambridge, Massachussets.
- De Grauwe, Paul (1997), *The Economics of Monetary Integration*, 3ª. Ed, Oxford University Press.
- Del Villar, Rafael, Daniel Backal y Juan Treviño (1998), "Experiencia internacional en la solución de crisis bancarias", *Boletín de Supervisión y Fiscalización Bancaria del CEMLA*, Supl., Ene/Abr, Vol.VII, No. 1.
- Eatwell, John y Lance Taylor (2000), *Global Finance at Risk. The case for International Regulation*, The New Press, Nueva York.

- Eyzaguirre, Nicolás y Rodrigo Vergara (1993), "Reflexiones en torno a la experiencia de autonomía del Banco Central de Chile", *Cuadernos de Economía*, Pontificia Universidad Católica de Chile Año 30, Dic., No. 91.
- Faraco, Francisco J. (1996), "Colombia y Venezuela: breve comparación de sus sistemas financieros", *Dinero*, Año 8, No. 99, Agosto 15.
- Fama, Eugene (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" *Journal of Finance*, May, Vol.25 (2).
- Fisher, Stanley (1994), "Modern Central Banking" en: CAPIE, Forrest, et al. *The Future of Central Banking. The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, USA.
- Hale, David D. (1998), "The IMF, Now More than ever. The case for financial peacekeeping", *Foreign Affairs*, Nov/Dec., Vol. 77, No.7.
- García O., Pedro (1999) "BCV necesita autonomía absoluta", *El Universal*, 11.11.99.
- Goldstein, Morris (1998), *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications*, Institute for International Economics, Washington. Policy analyses in International Economics, No. 55, Junio.
- Hauskrecht, Andreas (1994) "El Fenómeno de la dolarización" *Moneda*, Oct./Nov., No. 76-77, Perú.
- Levy, Sary (2000), "Los sistemas bancarios de los países de la Comunidad Andina de Naciones. Tendencias y Perspectivas", *Nueva Economía*, Academia de Ciencias Económicas y Sociales, Abril, No.13-14, Caracas.
- (1999), *Los Fondos Mutuales y los Sistemas Financieros. Casos: España, Estados Unidos, México y Venezuela*. Fondo Editorial Tropykos y CEAP-FACES, UCV. Caracas.
- Lindgren, C; G. García y M. Saal (1996), *Bank Soundness and Macroeconomics Policy*, IMF.
- Mata M., Luis (1999), *Economía Alternativa*. Fondo Editorial Tropykos y CEAP-FACES, UCV, Caracas.
- (1999) "La economía en el proyecto constitucional", *Economía Hoy*, 10.12.99.
- (1996) "Banca y Crisis Económica en Venezuela: Limitaciones del esquema Neoliberal" *Nueva Economía*, Año 5, Abril, No. 6.
- Noland, Marcus, Li-Gang Liu, Sherman Robinson y Shi Wang (1998), *Global Economic*

Effects of the Asian Currency Devaluations, Institute for International Economics, Policy analyses in International Economics, No. 56, Julio, Washington.

Norton, Joseph (1997), "Structuring the banking regulators and supervisors: Developed country experiences and their implications", *SELA-AECI II High Level Meeting on the Reform of Latin American and Caribbean Financial Systems*, 27-28/10/97 SP/RANRSF/II/Di No. 12, Caracas.

República Bolivariana de Venezuela (1999), *Constitución de la Republica Bolivariana de Venezuela*, Gaceta Oficial de la Republica de Venezuela No.36.860, del 30.12.99.

República de Venezuela (1992), *Ley del Banco Central de Venezuela*, Gaceta Oficial de la República de Venezuela No. 35.106, del 04.12.99

República de Venezuela (1993), *Ley General de Bancos e Instituciones Financieras*, 1993. Gaceta Oficial de la República de Venezuela N°4.641, Extraordinario del 02.11.93.

Riveri, Luis E. (1998), "La reforma financiera y la estructura del sistema bancario venezolano", Norton, Joseph y Ernesto Aguirre (eds), *Sistema bancarios latinoamericano. Reformas recientes y perspectivas*, BCV-AECI-SELA, Caracas.

Ortiz, Nelson (1998), "La reforma del sistema financiero venezolano: algunos comentarios", Norton, Joseph y Ernesto Aguirre (eds), *Sistema bancarios latinoamericano. Reformas recientes y perspectivas*, BCV-AECI-SELA, Caracas.

Purroy, Miguel Ignacio (1997), *Costos y beneficios de la rigidez cambiaria: La Junta Monetaria Argentina*, Cuadernos BCV, No.7, Serie Técnica, Banco Central de Venezuela, Caracas.

Schaeffler, Klaus (1995), "El sistema bancario de Venezuela", en: CIEDLA *Sistemas Bancarios y Financieros en América Latina*, Konrad-Adenauer-Stiftung AC, Buenos Aires.

Strange, Susan (1997), *Casino Capitalism*, Manchester University Press, USA

Vivancos, Francisco (1998), "El Sistema Bancario bajo una Caja de Conversión" *Banca*, Vol.1, No.3, Asociación Bancaria de Venezuela, Caracas.

World Bank Policy Research Report (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries. The Road to Financial Integration*, Oxford University Press, Nueva York.

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 externos, 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 conducta¹, 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

¹Lo 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 foráneo². 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 deuda³. 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 comercial⁴. Por contraste, aquellas

² El monto de financiamiento externo en un momento cualquiera P , equivalente al nivel de equilibrio de deuda externa de un país que los no residentes desearían poseer, dependerá de los diferenciales de tasas de interés, la percepción de riesgo-país, las expectativas cambiarias y del grado de apertura de la economía, entre otros. Si estas condiciones no varían, puede suponerse que la acumulación neta de financiamiento externo de equilibrio estará determinada por la tasa de crecimiento real g del PIB en el largo plazo:

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

Por otro lado,

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

donde, ΔR = acumulación de reservas internacionales; y DC = déficit en cuenta corriente. 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.

³En 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.

⁴La 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 divisa⁵. 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.

⁵Esta 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 servicios⁶.

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 el 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-

⁶ 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 subsumen 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 FMI⁷ se examina la relación entre la excesiva acumulación de deuda de corto plazo⁸ 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 requeridos⁹, la deuda

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

⁸ 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.

⁹ 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 predecesores¹⁰. Ello es aún más comprensible cuando se acepta que la distribución de la

¹⁰No 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 experimentados¹¹.

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.

¹¹La 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 influjo 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 interno¹², el salario real experimentó alzas anuales que promediaron casi 7% entre 1989 y 1993, resultado del creciente poder adquisitivo del peso¹³, 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 1993¹⁴- 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 desastrosas¹⁵ 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

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

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

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

¹⁵ 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 ingresos¹⁶.

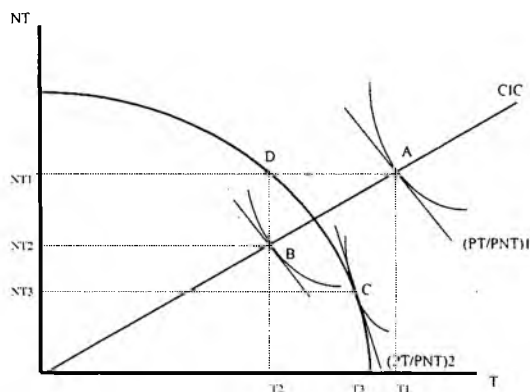
Adicionalmente, la caída en la actividad económica y la elevación de las tasas de interés para contener la salida de capitales deterioró significativamente la cartera de muchos bancos, llevando a la quiebra de algunos de ellos, sobre todo en el interior. Los esfuerzos por evitar que ello se convirtiera 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 emergencia¹⁷. 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

¹⁶Cabe 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).

¹⁷La 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 Tailandia¹⁸.

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 China¹⁹. 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 microelectrónicos²⁰ (Banco Mundial, 1998).

A diferencia de los países latinoamericanos, el "culpable" de la crisis no fue, por lo menos directamente, el sector público²¹. Desde luego, la laxa supervisión bancaria, en algunos casos rayando en la complicidad abierta con prácticas irre-

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

¹⁹ China devaluó su moneda en 1994, añadiendo mayor fuerza a su competitividad exportadora.

²⁰ 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.

²¹ 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.

guiares, la reciente desregulación de las cuentas financieras de la balanza de pagos de estos países²² 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

²² 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 desarrollo²³. 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

²³Empero, 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 1980²⁴, 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 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

²⁴No 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				Formación			Beneficio Normal Neto			Tasas de		Ben. O Deuda Acum. /PIB Pet.	-(1)-(2)-(6)		Tasa de Beneficio Neto
		de Capital Fijo	PIB Petrolero	Patrimonio+	Bruta de K. Fijo	Beneficio Normal Br	ISLR 30%	(15%)	Ahorro		Beneficio Acumulado	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	6.347	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 sólo 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 bolívar²⁵. 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 tradicionales²⁶. 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 sobremedida 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

²⁵ 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".

²⁶ 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 comercial²⁷. 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 Venezuela²⁸ es que en uno de ellos, la exportación, interviene un agente microeconómico –PDVSA- que pesa más de dos veces lo

²⁷Simplemente, 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

²⁸Estrictamente, 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 bolívar²⁹.

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

²⁹La 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

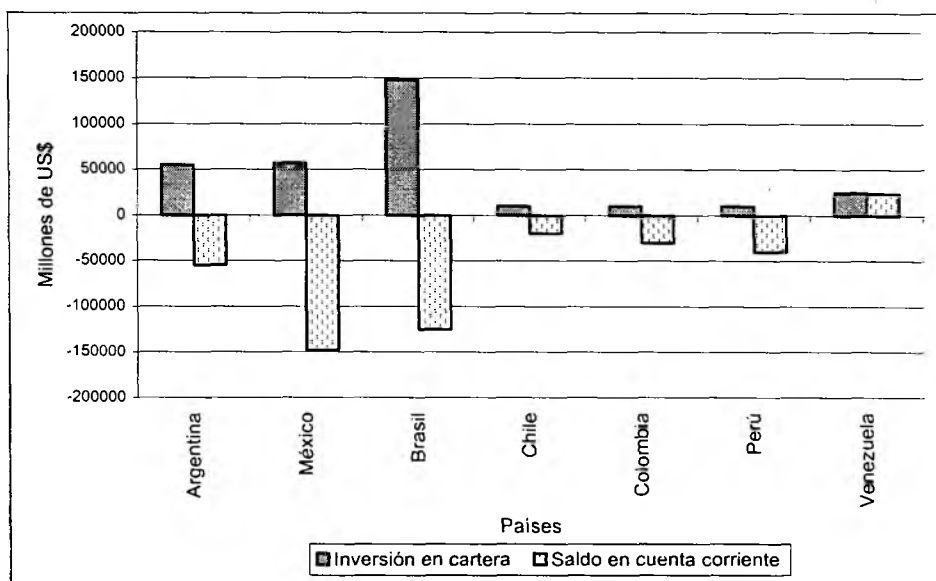
De la discusión anterior pueden sacarse algunas inferencias respecto a las causas probables de crisis en el sector externo de Venezuela. En primer lugar, debe destacarse el hecho de que nuestro país no ha venido requiriendo entradas de capital para financiar niveles de consumo e inversión superiores 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 descende 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 registradas³⁰. 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.

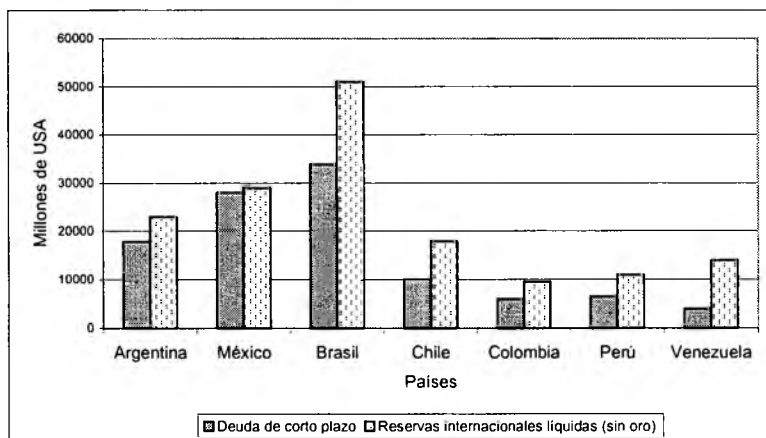
Gráfico No. 2. Países grandes y medianos de América Latina.
Inversión en cartera y saldos en cuenta corriente. 1987-1999



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

³⁰ 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.

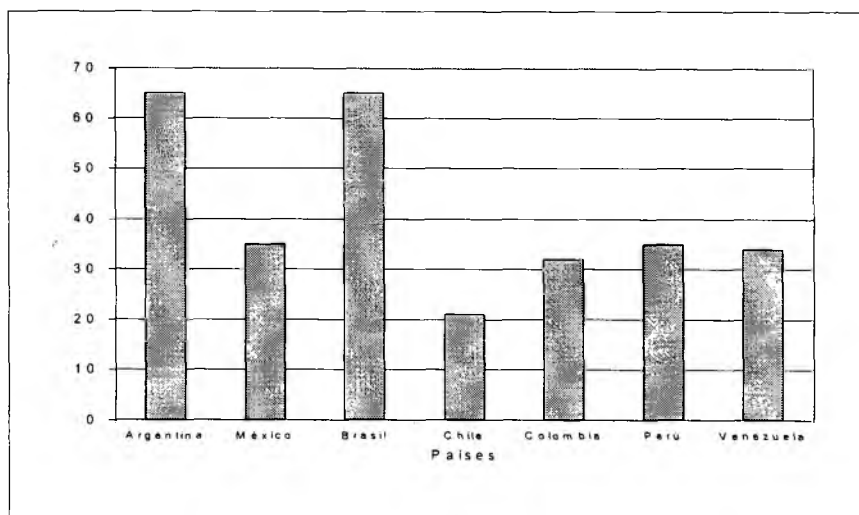
Al examinar la relación entre deuda externa total desembolsada de corto plazo y reservas internacionales para los países grandes y medianos de América Latina para el año 1997 –último año para el cual pudo conseguirse cifras- Venezuela aparece, no sólo como el país de menor monto de deuda de corto plazo, 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 perversas³¹. No así cuatro años más tarde, cuando

³¹ 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.



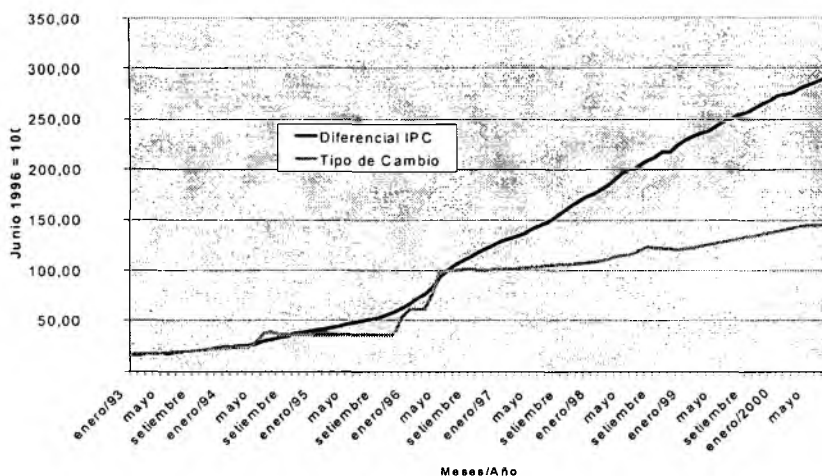
Fuente: BID, 2000.

En el Gráfico No. 5 queda registrado en números índice el desempeño del diferencial de inflación con EE.UU. mes a mes³² y su relación con el tipo de cam-

³² 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 = 100³³, 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.

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

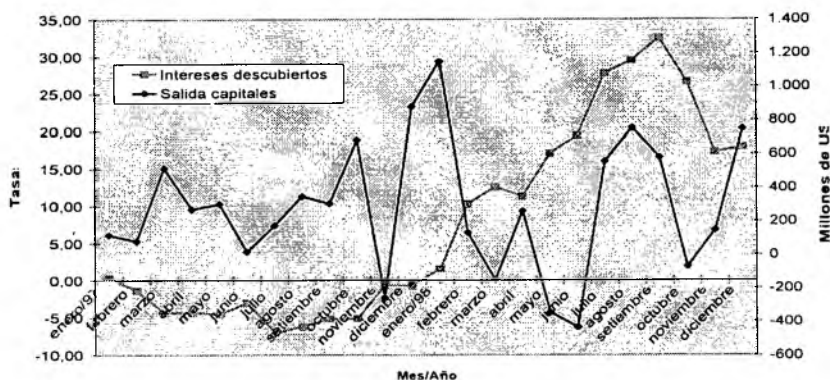
Por otro lado, el Gobierno de Caldera había puesta todas sus esperanzas de reactivación económica en los planes de expansión petrolera, alimentando alentadoras expectativas durante el año 1997 en la medida en que aumentaban las inversiones en ese sector así como sus niveles de producción. La caída de 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 esperada³⁴, 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.

³⁴ 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 fuente³⁵. ¿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 recesión³⁶, 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

³⁵ 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.

³⁶ 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.

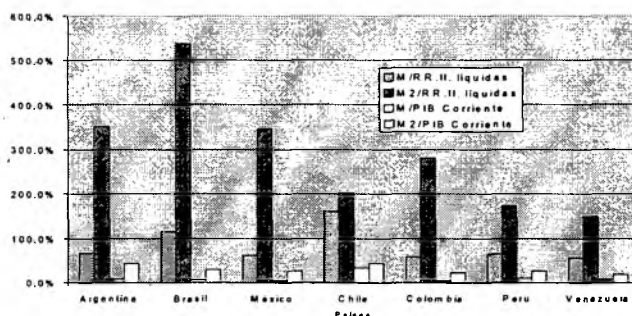
El colapso institucional del Estado Venezolano ha redundado en crecientes costos, tanto directos como indirectos, para la realización de actividades productivas en el país. A ello se le añade el efecto sobre las tasas de interés y de sobrevaluación del tipo de cambio de las políticas monetarias restrictivas 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 reserva³⁷ 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-

³⁷ 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

elevar así 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 irremediablemente 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, *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
- 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.
- 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.

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.

REFLEXIONES SOBRE LA POLÍTICA MONETARIA EN UNA ECONOMÍA PEQUEÑA Y ABIERTA CON REFERENCIA ESPECIAL AL CASO VENEZUELA

Luis Mata Mollejas

POSTGRADO EN POLÍTICA Y TEORÍA ECONÓMICA, FACES, UCV

*"Money buys goods and goods buys money,
but goods do not buys goods"*

R:W Clower

Resumen:

El predominio de la influencia de los circuitos financieros privados (titularización y crédito) sobre los del circuito público (banca central y FMI) en combinación con los aspectos reales de la globalización (transnacionalización de la producción y exclusión laboral) establecen la normalidad de la especulación (distanciamiento de los elementos objetivos en la valorización de los diversos activos) facilitando el contagio vertical y horizontal de las crisis (interrupción de la corriente de pagos y falta de credibilidad monetaria) disminuyendo las posibilidades de actuación de las autoridades monetarias creadas según los parámetros previstos en Bretton Woods. En el trabajo se delinean los alcances de la nueva banca central y de su política en una economía pequeña y abierta, como la venezolana.

Palabras claves: Política monetaria, nueva banca central, globalización y preajuste financiero.

INTRODUCCIÓN

Normas legislativas y políticas económicas al comienzo del siglo XXI

Al calor de la flotación generalizada de los tipos de cambios después del cese de los Acuerdos de Bretton Woods, los bancos centrales se preocupan básicamente de buscar la estabilidad de precios, observándose al inicio de los años 90 que, en algunos países, los textos legales recogen dichos propósitos, mientras lo elevan a rango constitucional al final de la misma década; a pesar de que la política donde se insertaban, de corte monetarista e inspirada en el llamado Consenso de Washington venía produciendo resultados insatisfactorios en relación al empleo, además de acompañarse de crisis financieras en diversas partes, violando así elementos esenciales de los *"contratos sociales nacionales"*, sin importar el carácter industrial de los países siendo las más notorias las de 1987 (USA), 1994-95 (México y Venezuela), 1997 (Sudeste Asiático) y 1998-99 (Rusia y Brasil).

En el caso de Venezuela, numerosos son los artículos del texto constitucional de 1999 relativos a los aspectos económicos y sociales; pero en esta oportunidad nos limitaremos a comentar algunos que contienen elementos claves para el desarrollo económico por su relación con la política macroeconómica.

Toda persona tiene derecho al trabajo y el deber de trabajar, declara el artículo 87, y a tal objeto el Estado garantizará la oportunidad de las medidas necesarias para obtener ocupación productiva que le proporcione una existencia digna y decorosa. Ese propósito es vital para un país en donde el desempleo abierto, según las cifras oficiales, es, cuando menos, tres veces el que se catalogaría como "natural" y cuando el oculto bajo la ocupación de la economía informal o de subsistencia sitúa a la sociedad venezolana en la categoría del subdesarrollo.

¿Cómo puede procurar el Estado el disfrute del derecho al trabajo? hay dos formas posibles: la ocupación en el sector gubernamental, y la proporcionada por el sector privado.

Incrementar la ocupación en el aparato gubernamental no parece deseable, pues según indicadores corrientes, actualmente el sobreempleo en el sector público habría afectado negativamente su eficiencia. Quedaría entonces, como única vía deseable, el fomentar el crecimiento y el desarrollo económico para que el sector privado requiera y demande mano de obra. El estímulo a la actividad económica privada se convierte entonces en prerrequisito para hacer cumplible el citado artículo 87; mientras que la factibilidad de estimular la inversión queda contenida en los artículos referentes al ámbito de los derechos económicos y al de las acciones del Estado en macroeconomía.

Con relación a los derechos económicos, el artículo 113 declara que no se permitirán monopolios por ser contrarios a los principios fundamentales que orientan el texto constitucional. Quedan incluidos entre los elementos monopólicos todo acto, actividad, conducta acuerdo que por sus efectos reales conduzca a una posición de dominio de alguna empresa o conjunto de ellas en algún mercado. Ahora bien, una consecuencia de las novedades tecnológicas, o de las innovaciones schumpeterianas, ya sea en el campo productivo o en el comercial es producir posiciones de dominio o monopólicas al parcelar la oferta y hacerla provenir de un único oferente. ¿Significa entonces el artículo 113 que no estará

permitido, con rango constitucional, introducir innovaciones en la economía venezolana?¹.

En cuanto a la política macroeconómica, el artículo 318 declara que el objeto fundamental del BCV es lograr la estabilidad de precios y preservar el valor interno (que es lo mismo) y el valor externo de la unidad monetaria.

De acuerdo a los procesos mundiales en marcha, esa doble condición sólo parece factible cuando la balanza comercial aparezca sin tendencias deficitarias y cuando la balanza de capitales no está sometida a presiones especulativas², lo cual es un riesgo existente en las actuales circunstancias de flotación generalizada de los tipos de cambios. En el caso venezolano, la primera condición implica suponer que el sector petrolero siga suministrando una oferta de dólares que compense el desbalance del sector no petrolero. Cumplido lo anterior el librar la moneda de la influencia de la especulación se torna un requisito imprescindible, y costoso políticamente en las economías pequeñas abiertas al exterior.

En efecto, la experiencia reciente en Latinoamérica señala que escapar de la situación especulativa sólo parece posible: primero, cuando la circulación monetaria interna y las operaciones financieras se realizan en su mayoría utilizando divisas internacionales, como en los casos de la experiencia argentina, boliviana y peruana (opción que sería contraria a la declaración de que el bolívar será la moneda nacional), segundo, cuando existe un respaldo a las reservas internacionales (blindaje) prenegociado con el FMI, como en el caso de México y tercero, cuando la elevación de la tasa de interés sostiene la demanda de moneda nacional, aunque se restrinja el crédito; opción que ha mostrado dar persistencia a la inflación.

En el caso venezolano, además, el artículo 318 antes citado, obliga al sector público a realizar una política fiscal acorde con la restricción crediticia y monetaria. Así el déficit fiscal deberá ser mínimo y financiando con préstamos externos para no utilizar el crédito del Banco; elemento que según la teoría monetarista promovería la inflación.

En otras palabras, el texto constitucional parece ordenar una política económica ceñida a los términos de la ortodoxia de libro de texto, lo cual dificulta a las políticas sectoriales públicas estimular a la actividad económica productiva,

¹ Incluso, retóricamente cabría la pregunta de si la actividad de producir orimulsión, que no hay duda es monopólica a nivel universal, será descontinuada y se cerrará su exportación.

² En dichas condiciones, la volatilidad de los precios y de la moneda debería quedar restringida a los niveles que se manifiestan en los países industriales.

factor primordial del empleo, según quedó establecido antes. Por lo tanto, los artículos 87, 113, 318 y 320, parecen incongruentes entre sí y con el objetivo de desarrollo.

Advertido esto, el propósito del presente ensayo es examinar los condicionantes teóricos y las circunstancias particulares de una economía pequeña y abierta como la venezolana, en el contexto de globalización³, para examinar la posibilidad de realizar una política de desarrollo.

Los supuestos económicos y el ámbito político

Las posturas básicas: En el ámbito político, los macroeconomistas tienden a dividirse en dos grupos: quienes favorecen la intervención de las autoridades para lograr propósitos como incrementar el empleo y las exportaciones, y quienes se oponen a tales intervenciones, salvo en determinados momentos de "crisis", esperando que operen, de modo automático, algunas leyes y creencias. Los primeros suelen inquietarse por el incremento del nivel de desempleo y aceptan como costo de reducirlo algún grado de inflación. Los segundos aceptan como normal un desempleo cercano al 6%; pero se preocupan por los incrementos, aún los más leves, de los precios.

Los primeros razonan sobre la base de hipótesis derivadas de las revisiones del legado keynesiano; manejan flujos nominales y estiman decisiva la influencia de la tasa de interés. En otras palabras, su lógica dejaría satisfecho a George Soros; con lo cual de ahora en adelante nos referiremos a ellos como "financieros". A los segundos los llamaremos "tradicionales", pues se apoyan en creencias antiguas como la neutralidad monetaria; buscan destacar los procesos "reales", por lo cual razonan sobre magnitudes "deflactadas", sacrificando la influencia directa de los factores financieros. Así, con relación al tipo de cambio se acogen a la hipótesis de *Paridad Cambiaria de los Poderes de Compra* (PPC) de la cual se deriva la conclusión de que el tipo de cambio debe ser igual al cociente de los índices de precios, bajo los supuestos adicionales de que todos los bienes son transables internacionalmente y que los índices se refieren a una misma combinación de ellos⁴. Por lo demás, la aritmética simple que los guía les

³ El presente ensayo, en su aspecto empírico, se apoya en los trabajos de Abache, Levy, Medina y Silveira, publicados todos en Nueva Economía, año IX, No. 14, abril, 2000; Academia Nacional de Ciencias Económicas, Caracas. En cuanto al concepto de pequeña economía cabe señalar que la brasileña, la más grande de Latinoamérica, resulta pequeña comparado su PIB con el volumen de operaciones las grandes transnacionales.

⁴ Así son evidentes las dificultades para cumplir estos requisitos; y lo que resulta más importante, evaluar el tipo de cambio con respecto a las diversas monedas existentes

depara audiencia numerosa, incluida la proporcionada por la limitada formación económica (credulidad) de miembros de la élite política, en contraste con la mayor exigencia intelectual que supone el manejo de los conceptos y símbolos financieros ante el errático sube y baja de los indicadores registrados por los medios informativos.

Así, en aceras enfrentadas, encontraremos a un analista "tradicional", quien en última instancia podría justificar su postura y sus recomendaciones, según le resulte la comparación de los precios de un mismo platillo de *fast food* en distintos lugares del planeta; mientras que el analista "financiero" evocará las relaciones entre los comportamientos de la tasa de interés, y los rendimientos de los valores bursátiles, así como de los tipos de cambio en New York, y los de su punto de referencia local: Caracas, Bogotá, Singapur o Lima.

Un aspecto interesante del contraste es que un "outsider", quedaría sorprendido de que ambos analistas puedan estar de acuerdo con que *si sólo se usara una única moneda, a nivel planetario, todo marcharía mejor*. Pero los razonamientos que llevan a tal coincidencia son muy diferentes. El "financiero" se habría preocupado por minimizar las perturbaciones que sobre la tasa de interés producen las especulaciones cambiarias, posibilitadas por la existencia de tipos de cambios flotantes. El "tradicionalista" porque la moneda única imposibilitaría la intervención, siempre innecesaria y perjudicial (desde su punto de vista) de las autoridades fiscales y monetarias.

Llegados hasta aquí, las conclusiones políticas de nuestros hipotéticos analistas también serán diferentes. El "tradicionalista" se inclinará, por ejemplo, por la creación de una *caja de conversión*; mientras que el "financiero", manejando alternativas como la sustitución monetaria, propondrá reformas sustantivas del Banco Central y del sistema bancario, para que el país marche a tono con el clima financiero internacional.

Utilidad de las precisiones previas: Las simplificaciones presentadas ("estilización" diría alguno; "caricatura" dirá otro) nos permiten comentar brevemente, las políticas y los comportamientos económicos de los principales países de Suramérica⁵.

deja una sensación de bizantinismo y por ello de inutilidad. Si se acepta que lo relevante es evolución con respecto de una cesta, o selección de monedas, es evidente también la puerta que se abre a la subjetividad.

⁵ Las diferencias entre los economistas se remonta cuando menos a 1810. En los años 60 del siglo XX se reinicia el debate entre keynesianos y monetaristas. El renacer de la

Las crisis económicas que tenemos a la vista, y que pueden asociarse a la *falta de credibilidad monetaria*, son el producto de las políticas elaboradas por los economistas "tradicionales", denominadas "ajustes de demanda", y se remontan a los años 70 en los países del Cono Sur y a los 80 en México y Venezuela. Su Biblia teórica es el llamado "Consenso de Washington".

En México, el temor a una devaluación es persistente por el déficit creciente de su cuenta corriente, a pesar del acceso de sus exportaciones al mercado norteamericano. Esto hace a la moneda mexicana dependiente de la inversión extranjera, y de los acuerdos de "apoyo" a las reservas FMI.

En el debut de los años 90, Argentina, ante los sucesivos fracasos de los programas inspirados en las ideas monetaristas, para combatir la inflación, se transó por una vieja idea de las proporcionadas por ese punto de vista: la Caja de Conversión. Con ella abatió el alza de precios; pero no resolvió el problema del desempleo, que campea por el 18%. La solución a esto último la buscó procurando incrementar sus exportaciones a través del MERCOSUR. En el intento la acompañaba Brasil, con experiencia en redefiniciones monetarias. Con las salvedades hechas sobre el desempleo, el ensayo argentino-brasileño pareció marchar satisfactoriamente durante algún tiempo. Pero la crisis del sureste asiático, originada o asociada a insolvencias bancarias, repercutió en el Brasil con el descenso de sus exportaciones, recurriendo las autoridades a otra vieja receta de la ortodoxia: la devaluación. El comercio exterior argentino se resintió y el FMI tuvo que intervenir para ayudar a la Argentina a salvar un proceso de integración incompleto y ambicioso, pues la entente argentino-brasileño no tiene otra salida que ampliar su mercado de exportaciones hacia el inmediato norte; pues Uruguay y Paraguay fueron, y son, provincias económicas menores en el contexto de MERCOSUR.

Por ello las autoridades brasileñas buscan incrementar sus exportaciones hacia terceros países, que en América Latina incluiría a México y a los integrantes de la comunidad Andina de Naciones (CAN): Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela. Es decir, a los integrantes de otro proceso imperfecto e inconcluso de integración. ¿Le conviene a esta última una liberación del comercio con MERCOSUR? Hasta ahora el intercambio con ese mercado es desfavorable para la CAN, si se excluye el renglón petrolero⁶.

discusión se relaciona con las diversas crisis y las políticas ejecutadas, pues los problemas monetarios no pueden omitirse y subsumirse en la abstracción.

⁶ Cabe entonces preguntar: ¿Necesita la CAN un acuerdo de supresión de barreras arancelarias con MERCOSUR para exportar petróleo y energía? La respuesta obvia es No, ahora; a menos que el modelo a seguir en el futuro sea el trazado por la experiencia

La experiencia en la Comunidad Andina de Naciones. Las dificultades de la integración en esa subregión están asociadas a las políticas económicas seguidas en cada país y a la pérdida de valor de la exportaciones tradicionales. Pero además, las contradicciones de las esferas políticas, por cortedad de miras, han comenzado a deteriorar un intercambio que viene afinando la calidad de los productos de exportación no tradicionales.

Acercando la atención al ámbito macroeconómico, quizás lo más interesante provenga del lado macrofinanciero. Perú y Bolivia, desde el comienzo de los años 90, transitan la ruta de la sustitución monetaria parcial (lo cual es diferente de la Caja de Conversión) y con ello redujeron la inflación y retomaron la senda del crecimiento económico, aunque con limitaciones evidentes⁷. Ecuador acaba de tomar el extremo de esa misma señal, mientras que Colombia y Venezuela, al permanecer dentro de la experiencia de la política económica tradicional, mantienen condiciones depresivas con inflación persistente.

Reflexiones para la acción futura

Las experiencias reseñadas obligan a un examen de dos ámbitos: la influencia de la política interna y la influencia de los eventos internacionales.

Observaciones a la perspectiva tradicional. Dentro del amplio alcance de los escritos-síntesis de Shumpeter, el deslinde entre la cuestión monetaria y la crediticia, marca un hito de plena vigencia. Shumpeter nos recuerda que la ortodoxia siempre trabajó con una teoría monetaria del crédito; lo que en lenguaje contemporáneo se denomina teoría exógena del dinero. Consecuentemente, la cantidad de dinero (incluidos los depósitos) se asocia con la inflación y, por extensión, inaudita en los tiempos que corren, la simplísima relación cuantitativa entre bienes, dinero y precios, justificaría una restricción monetaria y por ende del crédito en la lucha contra la inflación⁸.

paraguaya-uruguaya; sujetas, si se quiere, al dictamen geográfico. En todo caso, las negociaciones en marcha abren a la CAN un número mayor de ítems que el que se abre al MERCOSUR.

⁷ El crédito en moneda nacional disminuye y aumenta el endeudamiento privado en divisas en los casos de Perú y Bolivia. En el caso de Colombia el crédito mantiene, a finales de los 90, el promedio de los años 50, lo cual no es positivo y, en el caso de Venezuela el crédito disminuye su proporción en la inversión de decreciente. En todos los países el spread en moneda nacional es ascendente (Levy, 2000).

⁸ Algunos mostrarán una alta asociación estadística entre las variaciones de algún índice de precios y de alguna cantidad de dinero, M1, M2 o cualquiera otra magnitud conveniente (*ad-hoc*). Al respecto, repitiendo un ejemplo de Shumpeter, diremos que tal tipo de

Aclarando el punto de partida de su análisis, Shumpeter afirmaba que en el capitalismo lo pertinente era tener una teoría crediticia del dinero –o lo que se denomina hoy una teoría endógena del dinero–, pues los procesos económicos que utilizan una referencia explícita al dinero concluyen con una fase de compensación de pagos (*clearing*). Por lo cual, la cancelación de saldos de los distintos flujos (ingreso y gastos) con dinero público (monedas y billetes de curso legal forzoso) ocurren en proporción minúscula y decreciente, siendo el penúltimo ejemplo el uso creciente de las tarjetas de crédito y de débito. Por lo tanto, como sabe todo banquero desde el desarrollo acelerado de la banca en el siglo XIX, los créditos crean depósitos (cancelándose con ahorro forzoso, diría Wicksell) por lo cual las variaciones sustantivas de la base monetaria provendrían de las operaciones con el banco central, como prestamista de última instancia⁹. En el conjunto de operaciones crediticias evidentemente influiría decisivamente la tasa de interés que el Fisco asigne a sus títulos.

En síntesis, en los tiempos actuales las circunstancias del mundo crediticio y financiero afectan la dinámica de la economía real y no al contrario, como aún sugieren las explicaciones ortodoxas. De lo anterior se deduce que la inflación es, en parte sustantiva, o consecuencia de lo que ocurra con la tasa de interés, afectable a su vez por la conducta del Fisco y de la banca central. Así, el sentido de la relación es, como hemos dicho en otras oportunidades (Mata, 1999), la establecida por la hipótesis del preajuste financiero y, como recordaba Shumpeter, citando a Adam Smith y a David Hume, la medida de la influencia tiene que ver con la comparación del rendimiento de la economía real o tasa de bene-

asociación podría justificar el juicio, según el cual el consumo de aspirinas causaría dolor de cabeza, pues las respectivas estadísticas variarían en la misma dirección. Con lo anterior queremos enfatizar que la aceptación de la prueba empírica es siempre posterior a la concatenación lógica de las ideas. Es decir, la estadística sólo sirve para demostrar que la empiria no contradice la teoría.

⁹ Desde el punto de vista empírico, las estadísticas mostrarán que la base monetaria (BMA) de cualquier país moderno señala dos componentes: la base exógena (BE) y el redescuento (RF); siendo la BE la suma de la acción fiscal y del comercio exterior. En general será $BE > RF$. Al tiempo RF se asociará negativamente con los depósitos (DP) y positivamente con los créditos (CR) y será un elemento de ajuste entre los activos y pasivos del consolidado bancario, dependiendo de la interacción de la tasa de interés. Son escasísimos los estudios empíricos al respecto, pudiendo encontrarse indicios de endogenidad en Silveira y Medina (2000). En todo caso, la data muestra un acentuado crecimiento de CR con relación a BMA en todos los países y su RF crece bruscamente cuando hay crisis bancaria.

ficio¹⁰. Por ello, para Smith, la tasa de interés era la sombra de la tasa de beneficio. Por obviar esas consideraciones, Shumpeter consideró casi estúpido (son sus propias palabras) el apego de David Ricardo al "currency principle", obligado por, o prisionero de, su posición cuantitativista.

De lo anterior, se infiere que para conducir la política crediticia, y considerar la tasa de interés se debe utilizar como variación a la utilidad por capital directamente reproductivo. Se trata entonces del margen entre dicha tasa y la tasa activa, pues son los flujos lo que evalúa el inversionista. Así, no puede limitarse la evaluación del comportamiento de la tasa de interés al criterio ortodoxo, que privilegia la relación entre tasas pasivas y activas (spread) y tasa de inflación, para justificar el extravío de la banca cuando realiza actividades distintas de la intermediación (por ello especulativas) como ocurrió en Venezuela con los Bonos Cero Cupón, con los Títulos de Estabilización Monetaria y con las operaciones recientes con títulos de la deuda pública. La inconveniencia de estimular tal conducta en la banca viene expresada por la morosidad creciente, lo cual compromete, en última instancia, la liquidez y la solvencia del sistema bancario. Ello, sin contar con el descenso persistente de la inversión reproductiva, factor relevante de la recesión.

Condicionamientos internacionales. El avance más espectacular del siglo XX en el campo monetario fue la definitiva desmaterialización del dinero público, en el sentido de que después de 1971, no se puede asociar su valor con ninguna mercancía singular, sea oro, plata, petróleo o computadoras, pues sería imposible para cualquier autoridad monetaria nacional (y aun internacional) garantizar una tasa fija de convertibilidad física singularizada entre un símbolo monetario y alguna mercancía física. La historia de cómo se llegó a ese punto es conocidísima¹¹.

¹⁰ Desde el punto de vista formal existe una asociación negativa entre el incremento del producto y el de la tasa de interés, lo cual habitualmente se evalúa a través de la expresión $\log(y_t) = A + \log(y_{t-1}) - \beta r_t + \epsilon_t$ propuesta por Guillard-Rajhi (1994).

¹¹ El sistema monetario internacional creado en 1944 no existe más. Dicho sistema se apoyaba en las premisas siguientes:

- a.- Escasez generalizada de oro y acumulación importante de dicho metal en USA (40.000 millones de onzas de oro). A comienzos de los años 70 se habían traspasado a otras economías $\frac{3}{4}$ del monto señalado.
- b.- Aceptación como medio de pago de una divisa, que apoyada en el oro, tuviera libre convertibilidad. La convertibilidad del dólar fue eliminada en 1971.
- c.- La divisa que sirviera como patrón de referencia no sería manejada por el gobierno "emisor" con fines comerciales. A partir de los años 70, el gobierno norteamericano empezó una sostenida devaluación del dólar, en términos de los DEG del FMI,

Así los signos monetarios son hoy básicamente unidades de cuentas abstractas y su uso y concreción material como dinero público (billetes y monedas) tiende a la marginalidad¹². Reconocido lo anterior, mantener símbolos monetarios para cada uno de los casi 200 Estados Nación existentes sólo da pie a la especulación, pues el comercio internacional utiliza tres o cuatro de ellos y esa es la única razón¹³ básica para su demanda como divisas fuertes y para acceder a la sustitución monetaria, vulgarmente conocida como dolarización. La Europa contemporánea escapa a ella a través del euro, y el Sureste Asiático, cabe decir la parte comercialmente más activa del Océano Pacífico, se mueve con el yen.

En América Latina, los países de la Comunidad Andina de Naciones y del Caribe realizan su mayor porcentaje de intercambio con EEUU. Se desenvuelven, pues, en el área del dólar. Los países del Cono Sur mantienen un volumen importante de transacciones con Europa; por lo cual su ubicación en el área del dólar no sería tan neta. Sin embargo, el más volcado hacia Europa, Argentina, seleccionó el dólar estadounidense como referencia. En el futuro, si las fuerzas políticas latinoamericanas fuesen persistentes en buscar el incremento comercial entre los países del subcontinente, se podría prever una situación similar a la de la Europa, pre-euro.

En el intermedio, la sustitución monetaria con el dólar parece necesaria para minimizar la especulación cambiaria y su influencia nociva sobre la tasa de interés, pues intentar defender unas reservas siempre insuficientes ante las especulaciones y a las variaciones del comercio, se corre el riesgo de la depresión y, cuando alternativamente se devalúa, se estimula la inflación. Así el tratamiento escogido por el Banco Central en Venezuela, el *crawling-peg* con banda ascendente de flotación, es el peor de todos los posibles, pues favorece a la vez a la recesión (al mantener una presión sobre la tasa de interés) y a la inflación (al mantener un piso referencial de devaluación); esta conducta contrasta con la de Bolivia y la de Perú, que cortaron el nudo gordiano de la especulación con la sustitución monetaria, aunque sus balanzas de pago son más frágiles que la venezolana. También difiere de la de México, que aunque conserve la flotación como norma, en la práctica acude al refuerzo de las reservas a través de acuer-

para recuperar la competitividad de la economía norteamericana. También, en las llamadas reuniones de las "grandes" presionó para que el marco alemán y el yen japonés se revaloraran.

¹² El presidente Clinton anunció recientemente la aceptación de instrumentos electrónicos para la cancelación de operaciones en los registros públicos, al tiempo que la banca privada ofrece una nueva tarjeta para saldar transacciones menores.

¹³ Basta recordar que el hecho expuesto ha permitido la sobrevivencia del dólar estadounidense y la creación del euro.

dos de asistencia con el FMI o "blindaje" de las mismas para mantener tasas de interés menores que la venezolana, pero altas con relación a las internacionales.

Concluyamos entonces

Que cuando argumentamos a favor de la sustitución monetaria lo hacemos desde el ángulo teórico contemporáneo y nada tiene que ver con la resurrección imposible de los espectros de la moneda mercancía, como el patrón oro o el patrón oro-cambio.

Que este deslinde tiene que ver con una cuestión esencial. El rol de la autoridad monetaria es manejar el crecimiento económico a través del estímulo de la inversión reproductiva. Y en ese manejo reside la verdadera soberanía. Así, la sustitución monetaria parcial, con la aceptación de las operaciones de la banca con dólares, ayudaría a fijar el piso de la tasa de interés, mientras que la tasa de beneficio fijaría el referente máximo¹⁴.

UNA MIRADA AL CASO VENEZUELA

Como recordamos en el acápite No. 3, los problemas relacionados con la esfera monetaria surgen de las relaciones inmediatas con el exterior y de la política del proceso de financiamiento.

Relaciones inmediatas con el exterior. Una consecuencia de la transformación del sistema monetario internacional es que las divisas relacionadas con el dólar estadounidense, como ocurre con el del bolívar (dado que las exportaciones sustantivas del país se valorizan en dólares) reciben la influencia de la valoración internacional de dicha divisa. Así, la devaluación del dólar se ha transmitido al bolívar a pesar de que haya habido aumento de las reservas internacionales en dólares. Por su parte, el mercado nacional de divisas resulta afectado por las expectativas sobre la evolución política, entendida como lo que los agentes económicos piensan sobre la estabilidad de la situación política. Este segundo elemento también ha operado negativamente, en los últimos tiem-

¹⁴ Dentro del margen de esos dos extremos, con cálculos aproximados sencillos, se llegaría a una tasa activa que oscilaría hoy alrededor del 10%.

pos como lo evidencia la discusión acerca del significado del alto monto del rubro de "errores y omisiones" en las cifras de la balanza de pago¹⁵.

El financiamiento del desarrollo. Hasta la deuda de los años 70 la política general, según los "Planes de la Nación" se proponía, como objetivos centrales, disminuir el desempleo y aumentar el nivel de vida de la población. Esos propósitos deberían alcanzarse mediante la creación de una economía agro-industrial eficiente, financiada básicamente con un gasto público sostenido por el flujo de divisas de origen petrolero. Así, el excedente de la actividad petrolera se traspasaba al Estado, el cual a través del gasto público orientaba el proceso económico nacional.

Como se partía de una economía con oferta de baja elasticidad, se creó un instrumento compensador (para mantener un equilibrio dinámico) que consistía de subsidios, créditos públicos blandos y control de precios para renglones tenidos como básicos, a más de barreras aduanales para ciertos bienes durables que cabalgaban entre equipos y bienes durables de consumo.

A mediados de los 70, se empezó a desmontar ese mecanismo, en medio de una abundancia de recursos monetarios, acelerando la incidencia de factores inflacionarios pues aunque la oferta nacional había crecido básicamente al producir bienes consumo final, todavía el aparato productivo no alcanzó la elasticidad suficiente para absorber el incremento brusco de la demanda de bienes intermedios y de capital. Así, junto a la inflación crecieron las importaciones. Ese crecimiento no pudo compensarse con un incremento equivalente en las exportaciones no petroleras, por lo cual en ese sector la economía mantuvo una balanza comercial estructuralmente deficitaria; compensada, a penas por el excedente petrolero.

Por lo demás, el balance fiscal, con gastos crecientes, se logra con impuestos indirectos, y endeudamiento externo y externo; negado institucionalmente el acudir al crédito del banco central. Este último expediente se permitió, por vía excepcional a mediados de los años 90, para enfrentar la crisis bancaria de 1994-95, proceso que culminó con la internacionalización de la banca en un 50%.

Al aplicar a esa economía la política ortodoxa, alza de la tasa de interés y con devaluaciones se instauró un proceso depresivo con persistencia inflaciona-

¹⁵ Signo significativo al respecto es que la compra diaria de divisa en los días próximos a las elecciones se duplicó, según los registros de prensa los días 26, 27 y 28 de julio de 2000.

ria, con gran desconfianza sobre la moneda nacional, moderada apenas por el alza coyuntural del precio del petróleo. *Así la situación actual aparece con un dinamismo escaso del sector público, basado en un debilitado esquema petrolero que debe hacer frente, simultáneamente, al servicio de la deuda pública y a su propio financiamiento, limitando el excedente usable en otros propósitos.* Por otra parte los capitales fugados, según opiniones corrientes, supera con creces la deuda externa nacional, estimada en 30.000 millones de dólares; por lo cual no es de extrañar la existencia de agentes interesados en una devaluación. Con relación a la deuda cabe señalar que su servicio promedio (\$ 3.500 millones) compromete, por más de 1/3, las exportaciones corrientes de petróleo; por lo cual el índice de endeudamiento público habría sobrepasado los límites recomendables.

En conclusión, desde el ángulo del desarrollo, de acuerdo a lo expuesto, el futuro nacional está vinculado a que el inversionista privado encuentre oportunidades y un ambiente macroeconómico estimulador en el país.

La coyuntura reciente. La estadística para finales de 1999 muestra que el tipo de cambio del bolívar frente al dólar se devaluó en 1999 en 14,9%. Al mismo tiempo, el precio de la cesta petrolera venezolana pasó de 9,21 dólares por barril en enero de 1999 a 23,34 dólares por barril en enero del 2000. La tasa de interés activa osciló entre 38,96% y 34,63%. El déficit fiscal se redujo en 1%. Las salidas de capitales en el mismo lapso sobrepasaron los 4 millardos de dólares aunque no fue suficiente para disminuir las reservas en relación con 1998. No obstante, se mantienen en dos millardos de dólares por debajo de las de 1997, la inflación se mantuvo 5% sobre la devaluación. Cayó el volumen de las transacciones en el mercado de capitales (en el primario y en el secundario) aunque las colocaciones de bonos públicos se incrementan en más de Bs. 800 millardos. La banca mantuvo su cartera de crédito prácticamente en el mismo monto; aunque la vencida y en litigio se duplicó, representando así 30% del patrimonio de la banca. El desempleo aumentó de 11% a 15%, y el producto que en 1998 cayó en 0,1%, se reduce en 7,2% en 1999.

Al respecto debería ser necesario reiterar que en nuestro criterio, la economía marcha bien, sólo cuando crecen el empleo, el ingreso y la riqueza. Pero además, el conjunto de datos muestra incoherencias entre las conductas de los agentes y el comportamiento racional a partir de los fundamentos estructurales de la economía.

¿Cuánto de fuga de capitales hay en los 1,2 millardos de dólares que aparecen en errores y omisiones? ¿Cómo se explicaría ella si la tasa de interés es varias veces la internacional? ¿Por qué mantener las tasas de interés tan elevadas si el gobierno ha reducido la proporción del déficit fiscal con respecto al

PIB? ¿Por qué cae la bolsa y la banca deteriora su solvencia? ¿Es lógico que las autoridades fiscales acudan al mercado crediticio interno y soliciten a la banca privada reducirlas al sector privado, al tiempo que devalúan el bolívar?

La explicación del ingenuo, en materia económica, apelaría al argumento de que los agentes privados buscarían refugio en el dólar ante las incertidumbres que las circunstancias políticas crearon; ampliándose las salidas por el religioso cumplimiento del Fisco ante las obligaciones financieras contraídas con el exterior. En otras palabras, la fuerza de los elementos estructurales de la economía habría sido sobrepasada por la fuerza de los factores extraeconómicos.

La consecuencia de lo anterior es terrible para los seguidores de la economía ortodoxa, incapaces de dar una explicación convincente a tal paradoja, pues la información relevante sobre la economía estructural disponible (*economics fundamentals*): precio del petróleo en alza, control fiscal, reducción del margen de intermediación bancaria, no fue suficiente para que, bajo los supuestos de la ortodoxia, el mercado cambiario tuviera un comportamiento cónsono. La contradicción más evidente es que el tipo de cambio calculado sobre la base de las reservas sería aproximadamente la mitad del existente. Es decir, no mayor a Bs. 350 por dólar. Ello contrasta con otro resultado obtenido también según las prácticas ortodoxas, al estimar que el valor del bolívar estaría sobrevaluado al comparar el índice de inflación nacional con el internacional. Este contradictorio resultado permite a los agentes solicitar basados sobre la ortodoxia, medidas opuestas, según su particular interés, lo cual lógicamente muestra una debilidad teórica en dicha teoría.

Pero también el resultado sería terrible para las autoridades, pues con la conducta detectada del sector privado, ante una baja de los precios del petróleo, previsible aunque no probable de inmediato, la presión para la devaluación podría ser mayúscula. En otras palabras, si el desempeño económico no mostró indicadores peores fue debido a la recuperación de los precios del petróleo. ¿Cómo evitar la fuga de capitales y mejorar el desempeño económico general aunque los precios del petróleo bajen? Sería la pregunta que las autoridades deberían estarse haciendo; y en la interacción entre tasas de interés, de rendimiento y tipo de cambio, está la respuesta¹⁶.

Los condicionantes económicos políticos. Según la experiencia de los últimos 15 años, cuando se inició la aplicación de una política apegada a la ortodo-

¹⁶ Como referencia conviene señalar que si la relación la relación producto-capital normal está alrededor del 20%, las tasas activas no deberían sobrepasar 10%.

xia, no cabría esperar el inicio de un proceso de recuperación si ella se continúa aplicando como hasta hoy. Acudir al FMI tiene limitaciones, pues aparte del esquema de garantizar las deudas internacionales frente a terceros o del blindaje a la mexicana, la política de esa institución es corregir los entuertos después que la crisis ocurra. En todo caso, el Gobierno venezolano declara estar haciendo lo que los asesores del FMI recomendarían: frenar el crecimiento del gasto público, mantener el nivel de las tasas de intereses sobre el internacional y devaluar para estimular las exportaciones.

Ante la diferencia entre lo esperado por la ortodoxia y lo obtenido en la práctica, la teoría contemporánea presenta alternativas de política que el Estado venezolano (más tarde o más temprano) deberá considerar. En efecto, el pensamiento contemporáneo, opuesto a lo sustentado por la ortodoxia, sostiene la decisiva influencia de los factores financieros sobre la economía real, enfatizando la no neutralidad de lo monetario, pues la liquidez en moneda segura es una medida para disminuir el riesgo de todo portafolio de inversiones.

Al respecto, hasta Krugman reconoce que las explicaciones que la ortodoxia da a las últimas crisis (bancarias y cambiarias) en el ámbito universal son acomodaticias y *ex post facto*. En contraste, el pensamiento contemporáneo explica dichos acontecimientos así:

La especulación o actividad que procura beneficios altos en el mínimo de tiempo es en esencia la antítesis de la producción, consumidora de tiempo. La especulación está condicionada por elementos objetivos como el ambiente macroeconómico (políticas e instituciones) y por elementos subjetivos como el nivel aceptable de riesgo. La especulación puede presentarse en cualquier mercado, pero su ámbito natural reside en los mercados de valores y de divisas.

Las economías abiertas están caracterizadas en los últimos años por la hegemonía financiera, o lo que es lo mismo, por el incremento de la sensibilidad a las actividades especulativas. Así, la volatilidad de los rendimientos de las bolsas de valores puede contagiar a la actividad bancaria-cambiaria y viceversa.

El ambiente macroeconómico de libertad cambiaria y de banca privada permite una interacción directa entre las tasas de interés, de rendimiento y de cambio. La existencia de un Banco Central con funciones de prestamista de última instancia a nivel nacional, comprometido a mantener la solvencia del sistema bancario, minimiza los riesgos del especulador en divisas.

El libre movimientos de capitales, a nivel global, permite la presencia de flujos que puedan ser mayores que los montos de reservas de los bancos centrales de los países medianos y pequeños.

Las economías abiertas, en donde el volumen de transacciones del sector externo sea más amplio que el del sector de actividad interno, son más sensibles a la especulación. Por eso los EEUU, en donde las transacciones internas son un volumen mayor que las asociadas al comercio internacional, resultan relativamente insensibles al ataque especulativo. Por lo demás, éste no puede producirse porque su divisa nacional todavía es la que sirve como instrumento de cambio internacional. Esas condiciones podrían reproducirse en el caso de Europa y del euro, pero de ninguna manera representa el caso de los países latinoamericanos.

La consecuencia de lo anterior —desde el punto de vista teórico— es que la ortodoxia, cuyo marco de referencia es el comportamiento de economía estadounidense (Friedman *et al*) no responde a las circunstancias de la mayor parte del resto del mundo.

Limitaciones de las autoridades centrales. Al seguir una línea de pensamiento ortodoxo, si no hay posibilidad del apoyo prenegociado con el FMI, la última línea de defensa permitida es el alza de la tasa de interés; lo cual sabemos, estimula fuerzas depresivas si las tasas activas superan las de rendimiento. En consecuencia, estiman los ortodoxos, si el BCV dejase de operar con títulos públicos, con altos beneficios para mantener sus atractivos, la banca correrá hacia el dólar¹⁷, pues ella no podrá alcanzar ganancias similares mediante operaciones crediticias, dada la morosidad presente. Bajo esa óptica, ¿Cómo pedirle a la banca que baje las tasas de interés a los particulares si el gobierno le está ofreciendo tasas remunerativas y con riesgo mínimo? ¿Cómo hacer frente a la presión de incremento de los gastos públicos sin aumentar la presión tributaria, dado que la economía está deprimida? Habida cuenta de la dificultad para obtener créditos externos a tasas bajas, ¿deberá el Estado seguir la línea de endeudamiento interno y ofrecer tasas de interés elevadas?

Una acción alternativa. La especulación existirá mientras haya mercado sobre el cual especular. El bolívar está sometido a fuertes presiones: la deuda externa, la necesidad de importaciones y el cuantioso volumen de capitales fugados que ganarían con una devaluación, pues adquirirían lo que queda de país (capital productivo en manos de venezolanos), a precios de "remate". Por esa vía se liquidó parte sustantiva de los activos productivos del sector público y la mitad de la banca privada. Lo que queda es pues apetecible, por lo cual la presión a la devaluación continuará existiendo. También existe la posibilidad de que

¹⁷ Esta opción parece haber obligado a las autoridades fiscales a tomar medidas que perturbaron la política monetaria (Vera y Zambrano, 2000).

el precio del petróleo baje. Luego la panorámica de agentes que ganarían y que apuestan a la devaluación es una realidad y no una ficción.

Ante ello sólo queda, como ante el nudo gordiano, cortar el amarre de la especulación. Ello puede lograrse con una sustitución monetaria administrada a tiempo. Los depósitos y préstamos en dólares y la aceptación de la legalidad de los contratos en dólares sería el paso a dar. Las restricciones que ello acarrea (disciplina fiscal entre otros) serán menores que los problemas que presentaría una devaluación o un control de cambios si los *shocks* negativos se presentan. Por el momento, la balanza comercial positiva señala la viabilidad de la decisión. Al disponer el sector privado de operaciones en dólares, las tasas de interés se alinearán, nominalmente, con la internacional (como ha sucedido en Perú y Bolivia), por lo cual la inversión reproductiva se hará interesante. Las tasas internas en bolívares estarán asociadas a las acciones del Fisco. Si se mantiene austero, no habrá estímulo para que sean altas. Con la inversión reproductiva creciendo, lo recaudable por los impuestos también crecerán. Así la solución propuesta no es sólo buena para el sector público, sino para toda la Nación, sin estrangular más a la población.

Por último, cabe señalar que el acelerador de la inflación viene estimulado por la práctica devaluativa del BCV. Si ello se suspende, la inflación quedará circunscrita a la influencia de la tasa de interés dependiente del Fisco. Así las autoridades tienen la opción de cambiar de rumbo.

APROXIMACIÓN A LA POLÍTICA: LA TRANSFORMACIÓN DEL BANCO CENTRAL

En las secciones precedentes presentamos, desde el punto de vista de la teoría contemporánea, las perspectivas del bolívar y los efectos que sobre la economía nacional podrían esperarse de una sustitución monetaria parcial y del manejo autónomo de la tasa de interés que ella permite. Expusimos la problemática actual (*el qué*) su origen (*el por qué*) y avanzamos en gran parte hacia las soluciones (*la política general a seguir o el cómo*); debiendo, en consecuencia, redondear este último aspecto con la transformación que requiere el BCV para abordar la problemática monetaria y crediticia contemporánea, dentro del marco de los procesos de integración y de globalización. Sinteticemos entonces lo expuesto:

El qué: Los peligros de la situación actual

El proceso de globalización se caracteriza, entre otros elementos, como transnacionalización de la producción, por el predominio de los procesos finan-

cieros o *hegemonía financiera*. Así, el mecanismo explicativo de los procesos económicos se basa en un *preajuste financiero*. Las llamadas crisis no son ajenas a esa concepción dinámica en donde intervienen: una escalada de crédito que no puede ser amortizada normalmente, asociada a un proceso de inversión especulativa en las bolsas de valores en el mercado de divisas (primera fase), seguida de insolvencias bancarias (segunda fase) que redundan en una fuga de divisas y devaluación (tercera fase), a menos que el proceso haya sido frenado por la intervención de un prestamista de última instancia: Banco Central, al nivel del Estado Nación, o autoridades al nivel internacional. En las economías como la venezolana, la especulación y la subsiguiente escalada de crédito puede ser de origen fiscal y la fase bolsística aparecer minimizada por la estrechez de los mercados de capitales, pero el final será el mismo, fuga de capitales y devaluación.

Esto es lo que ha ocurrido en Venezuela y continúa latente, pues la banca sufre un proceso de desintermediación y de fragilización, las reservas internacionales disminuyen, cuando no sube el precio del petróleo, evidenciando la existencia de presiones para devaluar. Si ello no se ha materializado, ha sido por el alza del precio del petróleo. ¿Qué pasará cuando baje?

El por qué: La virtualización del dinero

Al finalizar la Segunda Guerra Mundial, el dólar americano se constituyó en la moneda de "reserva de valor" internacional (Bretton Woods, 1944). En las décadas siguientes, creció el cúmulo de dólares en circulación a nivel mundial, alimentado por las operaciones crediticias en dólares realizadas en Europa, lo cual hizo imposible satisfacer la conversión al oro de los dólares que constituían las reservas de los bancos centrales y defender, al mismo tiempo, el tipo de cambio oro del dólar. Así, la creciente privatización de la emisión de pagos internacionales hacía incumplible el compromiso de convertibilidad contraído por los Estados Unidos y por extensión el de cualquier Banco Central que pretendiese regresar al oro. Por ello, a partir de 1971 se generalizó la flotación de divisas. No obstante, el alcance internacional del comercio de USA hizo que el dólar se mantuviese como el patrón de referencia, de las restantes monedas nacionales.

Desde aquellos años, la privatización de los medios de pagos ha aumentado con la titularización, y esto, asociado a políticas crediticias restrictivas y a la introducción de nuevas tecnologías, han intensificado la influencia de los factores internacionales sobre el tipo de cambio. Las consecuencias de la evolución son tres: los beneficios del señoreaje disminuyen con la virtualización de las monedas; asociado a lo anterior, se disminuye el poder de los bancos centrales y como síntesis, el rol de reserva de valor de las monedas nacionales se minimiza.

Así, en las “pequeñas economías”, aferrarse al derecho de emitir un signo monetario “nacional”, según el principio de “un Estado, una moneda”, no proporciona hoy las ventajas que el señoreaje procuraba antes; y por lo contrario, al hacerlo, quedan sometidas al riesgo de la especulación cambiaria. El precio último para cubrir tal riesgo es mantener elevadas tasas de interés, lo cual implica inflación y desempleo. En otras palabras, un gobierno “nacionalista” a ultranza en materia monetaria, no sólo puede resultar irracional sino nocivo, para el bienestar de la economía del país.

Las restricciones del actual Banco Central

Las mutaciones en las finanzas, hacen que los inversionistas, donde quiera que se encuentren, puedan participar en la especulación de casi cualquier activo, sin importar la ubicación de la empresa, el tipo de mercancía ni los fundamentos reales del activo financiero. Por ello la banca comercial tiende a abandonar el cause de la actividad crediticia de corto plazo para financiar a largo plazo y aún realizar inversiones a su propio riesgo, incluyendo divisas, valores públicos y privados (*contagio vertical*). De allí que los activos sustitutos de la moneda pública sean múltiples y con alto grado de liquidez. Por ello la movilidad de los flujos de capital es alta y sensible a la variación de las tasas de rendimiento, de interés, de riesgo y de los tipos de cambio; no siendo posible para los Estados usar, por largos períodos, controles a los libres movimientos de capital sin correr el riesgo de encontrarse aislados del flujo internacional¹⁸.

En consecuencia, la competencia global por los flujos de capitales ha forzado a los gobiernos a desreglamentar los procedimientos de los mercados financieros y a adaptar los avances tecnológicos para monitorearlos. Se aceptan así: la desmaterialización de los títulos, el uso de cajas virtuales para acortar plazos de perfeccionamientos y la comunicación en línea para facilitar transacciones simultáneas en distintas ubicaciones geográficas (*contagio horizontal*).

La multiplicación de riesgo conduce a la incertidumbre

Con el predominado de la privatización de los medios de pago, la gestión depende de dos tipos de redes: primero, la de las autoridades monetarias oficiales (bancos centrales y FMI) y segundo, la de los bancos comerciales interna-

¹⁸ La experiencia de Chile al imponer tarifas a los movimientos de capitales de corto plazo, parece señalar una limitación a la afirmación anterior.

cionalizados. El primer conjunto busca controlar las fluctuaciones de la tasa de cambio y asistir moderadamente en casos de déficit de la balanza de pagos. El segundo tiene a su cargo orientar el destino de los flujos de crédito y de capitales, siguiendo una estrategia de máximo beneficio, influyendo en el nivel de las tasas de interés, en el crecimiento de los volúmenes y en la conformación de las carteras de "inversiones". Al respecto, cabe destacar que, las salidas por pagos de interés son mayores que los pagos por dividendos –que se mueven al compás de la coyuntura- pues los intereses de los créditos deben ser satisfechos aún cuando exista una situación recesiva. *Así, el crédito internacional puede convertirse en una carga y, ante esa eventualidad, las autoridades internacionales no pueden hacer más que jugar el rol de "guardianes" que privilegian el cumplimiento de los acuerdos a favor de los bancos internacionales.*

En síntesis, la consecuencia global del incremento de volatilidad bolsística y cambiaria y del aumento del riesgo de insolvencia bancaria es el aumento del nivel de incertidumbre, por lo cual, recurrir a la liquidación (fuga de capitales) conforma un comportamiento racional individual, aunque sea desestabilizador (tendencia al CRAC) a nivel macroeconómico. El cuadro de "factores financieros en las crisis de capitales" sintetiza lo expuesto.

Hacia un nuevo Banco Central

Los roles que se le han atribuido al Banco Central han sido:

- Regulador de la emisión monetaria y del tipo de cambio.
- Prestamista de última instancia de la banca y regulador del crédito.
- Prestamista del Estado.
- Supervisor del sistema bancario.

En Venezuela, la penúltima ha sido prohibida (aunque violada) y la última, traspasada a otras instituciones. La actividad de prestamista de última instancia y de regulador del crédito ha sido minimizada, junto con el redescuento, al volcarse el BCV hacia falsas operaciones de mercado abierto, con los bonos Cero Cupón y con los TEM. En consecuencia, al evaluar su funcionamiento hay que observar el desempeño de la primera función: regulación de la emisión monetaria y del tipo de cambio.

Para cumplirla, el BCV vigila la transformación de dólares en bolívares y busca mantener un nivel alto de reservas, propiciando elevadas tasas de interés, e incidiendo en la limitación de la demanda de crédito. Así, a un solo instrumento (la tasa de interés) se le asignan objetivos contradictorios, violando una norma elemental de política económica. Esta contradicción se acentúa cuando las auto-

ridades piden a la banca privada una reducción de su tasa activa para estimular el crédito.

Para salir de la contradicción no queda más remedio que permitir la circulación y las operaciones de la banca privada en dólares (depósitos y créditos); por lo tanto, los particulares no tendrían mayor interés en posicionarse en dólares si consiguen en el país lo que buscan afuera: reservar valores y crédito a tasas bajas.

La operación de crédito en dólares implicaría la creación de *venedólares* y la fijación de un índice de capitalización bancario adecuado. Como las operaciones en dólares serían asumidas, presumiblemente, por los bancos internacionalizados (más del 50% de la banca comercial), se pondría a valer la apertura existente. Debe decirse que esta "apertura" hasta hoy sólo ha servido para mantener la fuga de divisas, sin que se observe la ventaja de que la banca privada opere con mayor eficacia. Una opción operativa sería que los pequeños depositantes en dólares se aseguren con instituciones privadas. Adicionalmente, el BCV podría mantener los encajes respectivos en dólares, invertidos en títulos, como los bonos del Tesoro norteamericano y prenegociar líneas de asistencia con el FMI.

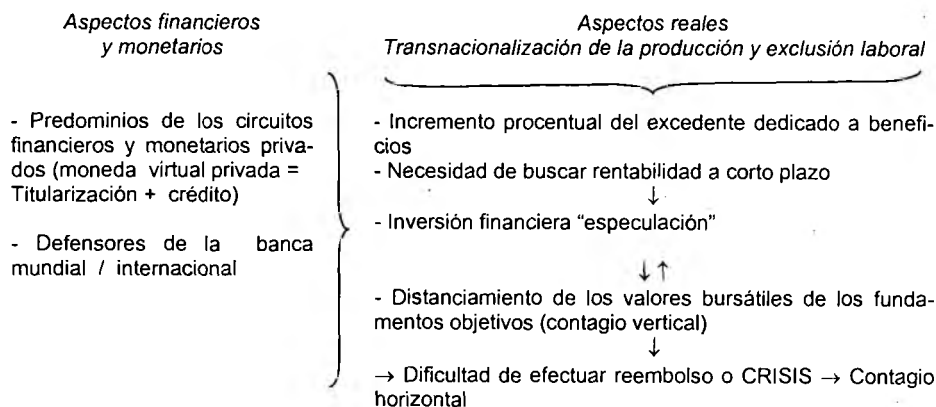
Por supuesto, con la reforma aludida, el BCV seguiría siendo el prestamista de última instancia de los créditos en bolívares, operaciones que orientaría con el manejo de diferenciales en la tasa de interés, con encajes remunerados, y con indicadores de capitalización. Esto es lo que ocurre en Bolivia y en el Perú, sin consecuencias negativas mayores, según se perciben esas experiencias. Por lo contrario, a nivel macroeconómico, un crecimiento en aumento de esas economías, contrasta con el decrecimiento de quienes conservan instituciones ortodoxas, como ocurre en Venezuela y en Colombia. En síntesis, no se trata de instaurar una simple Caja de Conversión, se trata de convertir al BCV en una institución que marche al compás de la época y estimule la economía nacional, orientando el manejo de los créditos en dólares y bolívares.

¿Cuándo hacer la transformación?

De inmediato, pues los obstáculos son salvables y los riesgos grandes. Las esperanzas cifradas en los planes gubernamentales desde la Gran Venezuela de CAP, se hundieron cuando los precios del petróleo cayeron. La Administración de CAP creyó que el precio del petróleo se mantendría alto a pesar de que USA había enunciado el Proyecto Independencia. La Administración de Herrera Campins creyó que la recuperación de dichos precios se prolongaría por la situación internacional en el Medio Oriente. Hoy los precios se comportan como en aquellos tiempos y USA se ha adelantado a pedir moderación. Así, los pre-

cios del crudo bajarán ("deben bajar" dijo el Embajador venezolano en Washington). La naturaleza y la historia se repiten. Cuando hay nubes negras hay que sacar el paraguas.

Cuadro de síntesis. Factores financieros en las crisis capitalistas



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abache, A. (2000), "Inversiones extranjeras directa y transformación económica", *Nueva Economía*, año IX, No. 14, ANCE, Caracas.
- Aglietta, M., Orlean, M. (1982), *La violencia de la moneda*, Siglo XXI, México.
- Aglietta, M. (2000), "La crisis financiera russe", *Revue Economique*, Vol. 51, No. 3, París.
- Dahiya, S. B. (1976), *The current state of economic science*, Spellborund publication, Rohtak.
- Galbraith, J.K. (1975), *El dinero*, Orbis, Barcelona (1983).
- Girardin, F. (1992), *Finance Internationale: L'état Actual de la Theorie Economica*, París.
- Guillard-Raghi (1994), "Une Note sur la liens entre croissanse et tauw d'intert", *Revue Economique*, París.
- Kahn, J. (1976), *Pour Comprendre les Crisi Monétaires*, Editiones Sociales, París.
- Krugman, P.R. (1992) *Crisis de la moneda*, Grupo Editorial Norma, Bogotá, (1997).

Krugman-Obstfeld (1994) *Economía internacional*, Mc Graw Hill.

Levy, S. (2000) "Los sistemas Bancarios de los países de la CAN: Tendencias y Perspectivas", *Nueva Economía*, año IX, No. 14, ANCE, Caracas.

Mata, L. (1999), *Economía alternativa*, Trópico-CEAP, Caracas.

Schumpeter, J. A. (1954), *Historia del análisis económico*, Ariel, 1995, Barcelona.

Silveira, J., Medina, R (2000), "La hegemonía financiera en la CAN", *Nueva Economía*, Vol IX, No. 14, ANCE, Caracas.

Triffin, R. (1968), *El Sistema monetario internacional*, Amorrortu Editores, Buenos Aires.

Vera, L., Zambrano, L. (2000), *¿Está el Banco Central de Venezuela administrando una banda cambiaria?*, mimeo, Caracas.

CONVERGENCIA, MONEDA ÚNICA Y DOLARIZACIÓN: QUO VADIS?

Armando León Rojas*

DIRECTOR DEL BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

Resumen:

El tema de la convergencia sobre la moneda única y la dolarización no es sólo un apasionante debate académico, sino también se ha convertido en tema de la agenda de los diseñadores y ejecutores de las políticas públicas.

La necesidad de compatibilizar los agregados monetarios como mecanismo de convergencia macroeconómica, ha tenido en el régimen cambiario la base central de la discusión. En América latina el debate sobre regímenes integrados apunta básicamente en dos direcciones:

La unión monetaria con creación de moneda única y, La dolarización unilateral o pactada con los Estados Unidos.

Los requerimientos y las consecuencias del estado del arte de dicha discusión son el objeto de debate del siguiente trabajo.

Palabras claves: Globalización financiera, moneda única, dolarización.

INTRODUCCIÓN

El proceso de integración económica mundial y los avances que se han dado en la conformación de áreas monetarias, confieren relevancia a la creciente preocupación de los países latinoamericanos por la búsqueda de mecanismos para articular, de forma eficiente, este proceso en la región. Paralelamente, las realidades que imponen los mercados financieros globales hacen más apremiante el logro de este objetivo.

Frente a los imperativos de la globalización financiera, la evaluación de esquemas monetarios integrados implica, necesariamente, la coordinación de metas de convergencia macroeconómicas, con el fin de compatibilizar las políticas de los países, siendo la elección del régimen cambiario, el punto central del debate. Asimismo, la dinámica de los mercados ha tendido a polarizar la discusión

*Profesor Universidad de los Andes y Universidad Metropolitana. Director del Banco Central de Venezuela.

Este trabajo se ha beneficiado con los comentarios de los Profesores Luis Rivero y Germán Utreras, así como la asistencia técnica de Denisse del Castillo y Elinor Velásquez. Los errores y omisiones son responsabilidad del autor.

sobre la escogencia del régimen, pareciendo descartar el uso de soluciones intermedias.

En Latinoamérica, las principales opciones de regímenes cambiarios integrados contemplan la unión monetaria con creación de moneda única, o la dolarización unilateral o acordada con Estados Unidos. La adopción de cualquiera de ellas, sin embargo, no sustituye la necesaria convergencia, ya que, es prácticamente un prerrequisito para la adopción de un régimen cambiario entre países y, además, su mejor garantía de su éxito.

La dificultad para alcanzar la convergencia macroeconómica, en un plazo determinado, podría atenuarse a través de otros mecanismos monetarios que consistirían en fijar irrevocablemente las paridades entre los miembros del grupo de integración, permitiendo su libre flotación con países no asociados, como una fase previa a la adopción de una moneda única; mientras que en el caso de la dolarización, se plantearía la caja de conversión.

Un aspecto importante a tener en cuenta es que la escogencia del régimen cambiario depende fuertemente de la voluntad política de los países interesados, lo cual puede prevalecer, incluso, por encima de las condiciones teóricas exigidas para cualquier régimen cambiario, más aún cuando la endogeneidad de los criterios de convergencia puede ser satisfechas con posterioridad a su establecimiento, razón por la cual es imprescindible evaluar los factores políticos detrás de la conveniencia de cada régimen.

La exitosa experiencia de la Unión Monetaria Europea (UME) constituye un punto de referencia fundamental en lo relativo a la probable creación de uniones monetarias en Latinoamérica, siendo ésta el principal patrón a seguir para evaluar sus costos y beneficios. Adicionalmente, la evaluación de nuevos regímenes cambiarios cobra particular importancia, dadas las recientes crisis de algunas economías latinoamericanas, las cuales se han visto obligadas a modificar sus esquemas cambiarios, generando, por consiguiente, un replanteamiento sobre la sustentabilidad de los mismos y sus alternativas.

Asimismo, la volatilidad del mercado financiero internacional (caso México 94, Brasil 99), así como los frecuentes desequilibrios macroeconómicos, que conducen a violentas devaluaciones que licúan las deudas internas y generan presiones inflacionarias adicionales con su agregado de más pobreza, se encuentran entre los factores que propician la propuesta de adopción de una moneda distinta a la local.

Sin embargo, la adopción de una moneda diferente a la propia es un proceso muy complejo que requiere, además de las evaluaciones económicas, modifi-

caciones legales, contables, operativas, bancarias, de supervisión financiera y contractuales, entre otras. La actitud, en general, asumida por las principales economías emergentes, es de observación y evaluación de los países que ya iniciaron procesos de dolarización.

En el caso de Estados Unidos, país emisor, no existe unificación de criterios en las diversas instancias del Estado; Tesoro, Congreso y FED, quienes han manifestado dudas sobre el tema aunque no deja de parecerles atractivo; sin embargo, donde coinciden es en que en modo alguno la adopción del dólar por parte de alguna nación, significa compromiso de parte de Estados Unidos para modificar la orientación de su política monetaria.

La tendencia observada en la región y la complejidad del tema ha conducido al Senado del Congreso de los Estados Unidos a estudiar con detenimiento la dolarización de la región, produciendo una serie de documentos entre los cuales destaca el proyecto de Acta del Comité de Asuntos Económicos, que se discutirá más adelante, donde se pronuncian favorablemente con relación a la dolarización y fijan una serie de condiciones para su implementación.

EL PROBLEMA DE LA ELECCIÓN DEL RÉGIMEN CAMBIARIO

La problemática de la elección del régimen cambiario se inserta en la dinámica del libre mercado. La globalización, como una fase expansiva de la dinámica del libre mercado, otorga a los mercados financieros un papel fundamental: para unos disciplinador, para otros desestabilizador. Los antecedentes de una interdependencia financiera de este tipo se encuentran en la época del patrón oro, el cual fue determinante para aminorar las expectativas inflacionarias, mejorar el manejo de las políticas públicas y eliminar el riesgo cambiario.

La clave del buen funcionamiento del sistema monetario descansó en la credibilidad de los tipos de cambio como promesas firmes y, por ello, las crisis financieras podían resolverse. La dificultad de cumplir hoy en día con esta promesa reta continuamente la existencia de un régimen cambiario que no cuente con una sólida credibilidad.

En el período del patrón dólar-oro (1944-1971), predominó una orientación doméstica en las políticas económicas y en ello fue determinante la aceptación de controles a los movimientos de capitales. La integración financiera perdió dinamismo. Sin embargo, el propio aumento de los intercambios económicos generó un creciente movimiento de capitales, los cuales debilitaron, en los años 60, las barreras erigidas en su contra.

Los tipos de cambio fijos pegados al dólar, vigentes hasta principios de los 70, perdieron sostenibilidad al disminuir la confianza en la estabilidad de esta moneda, debido a las presiones inflacionarias incubadas por el excesivo gasto militar de los Estados Unidos en los años 60 y la creciente demanda de políticas activas en un contexto de desaceleración económica, lo cual era incompatible con la rigidez del sistema monetario.

El fin del dólar como una ancla nominal *de facto* en los países industrializados, puso en el tapete la discusión sobre política monetaria y credibilidad. ¿Cuáles serían las nuevas anclas que guiarían la política antiinflacionaria?. El abandono del dólar abrió el campo a la discrecionalidad en política monetaria, pero restringida por las cortapisas de la credibilidad de la autoridad monetaria, habida cuenta de la promesa de que la discrecionalidad no iba a ser usada para "engañar" a los agentes económicos privados.

La integración financiera global de los 90 posee algunos aspectos semejantes a los presentes en la época de tipos de cambio fijos. En ambos, su desarrollo fue estimulado por las ideas de liberalización económica que, en los 90, fue acelerado —entre otros factores— por el fracaso de las economías centralmente planificadas y por los avances tecnológicos. Sin embargo, tanto la velocidad como la dimensión de los capitales han llegado a ser radicalmente diferentes en años recientes, tendiendo a predominar una orientación cortoplacista de los capitales en las economías emergentes, elevado endeudamiento de igual naturaleza y crecientes inversiones de portafolio. Asimismo, se observa un menor protagonismo de los intermediarios bancarios y un rol más activo de los no bancarios. Adicionalmente, los países se han ido alejando gradualmente de las reglas y, más aún de la discrecionalidad monetaria y han avanzado hacia esquemas monetarios basados en diseños institucionales, en los cuales se pueda obtener el mejor intercambio entre credibilidad y flexibilidad instrumental.

En los países industrializados esto ha significado para los bancos centrales mayor independencia, un claro mandato de búsqueda de estabilidad de precios e intentos por aislarlos de las presiones políticas. Para las economías emergentes, implicó la aceptación de cláusulas de condicionalidad dentro de programas de ajustes y la adopción de regímenes cambiarios fijos o intermedios con anclas nominales que suplieran la falta de credibilidad de los hacedores de política, aunque, igualmente, se promovieron reformas institucionales a favor de bancos centrales más independientes.

En los regímenes de libre flotación, la estabilidad cambiaria descansa primordialmente en la credibilidad de los bancos centrales en su lucha contra la inflación y en la disciplina fiscal de los gobiernos y, en particular, en que los gobiernos eviten la tentación de compensar ingresos insuficientes con una moneti-

zación de la deuda del Estado. En las economías emergentes, la inestabilidad cambiaria revela, por lo general, la falta de políticas consistentes para frenar procesos inflacionarios, bien por la ausencia de austeridad fiscal, o por la aplicación de programas insostenibles de estabilización de precios, fuertemente dependientes de un ancla nominal cambiaria y, complementados con políticas de ingreso de controles de precios y salarios.

En la actualidad, los capitales están mucho más expuestos a factores de riesgo, dando lugar a la aparición de comportamientos colectivos desestabilizadores. Otra característica de la nueva era financiera es la revolución tecnológica. En tal sentido, el elevado margen de gerencia que permiten los avances en materia de procesamiento de información e interconexión en tiempo real, revela posibilidades ilimitadas a la nueva integración.

La globalización financiera ha permeado de tal forma la realidad económica de todos los países que ha llegado a ser un fenómeno insoslayable, repercutiendo, directa o indirectamente, en la definición de sus políticas económicas. El manejo de la volatilidad de los capitales es complejo, y, al decir de autores como John Williamson (1999), su comportamiento no responde cabalmente a expectativas racionales, en particular, el de las corrientes de capital de corto plazo atraídas por los mercados emergentes. En este marco, hacer política económica con instituciones de credibilidad dudosa es excesivamente difícil, lo cual impone la observancia de determinadas políticas fiscales y monetarias y constriñe la elección del régimen cambiario.

La escogencia óptima de este último, implica resolver el conocido "trilema en una economía abierta", el cual reza que un país no puede, simultáneamente, tener una política monetaria dirigida hacia metas domésticas, un tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales. Las dos últimas metas sólo podrán lograrse, si la política monetaria renuncia a sus objetivos internos. Cuando un país dirige el manejo de sus políticas hacia la búsqueda prioritaria de objetivos domésticos y al mismo tiempo permite la movilidad libre de los capitales, deberá encarar los efectos de las contradicciones e inconsistencias que sus políticas generen en las expectativas de los agentes privados externos sobre variables como el tipo de cambio y la tasa de interés.

Las recientes crisis cambiarias han mostrado que en los mercados emergentes, los compromisos cambiarios con menor grado de revocabilidad han sido los más exitosos en garantizar la promesa de estabilidad cambiaria, siendo el caso más exitoso el de Panamá, país que tiene desde 1904 un Tratado de Asociación Monetaria con EE.UU y el de Argentina, el cual adoptó una caja de conversión en 1991, habiendo preservado una paridad 1:1 entre el peso argentino y

el dólar estadounidense. Huelga decir que los países con compromisos cambiarios firmes han mostrado, igualmente, una inflación mucho menor.

Aunque la independencia de los bancos centrales ha recorrido un largo trecho en los países en desarrollo, y ello puede explicar una tendencia declinante en la inflación, tal como lo muestra la experiencia en los países desarrollados, la realidad de un opaco cumplimiento de la ley y la existencia de mercados financieros débiles ha tendido a minar los intentos por establecer alta credibilidad, guiando la política monetaria de una forma discrecional. Este inconveniente, conocido como el "problema de la delegación", lleva a que las economías emergentes trasladen parte de sus responsabilidades de política económica a instituciones como el FMI, o hagan depender sus políticas antiinflacionarias de la credibilidad de bancos centrales como la Reserva Federal de los Estados Unidos, o el Bundesbank alemán, atando sus monedas a la moneda de éstos.

La mayor sensibilidad de los capitales a la firmeza de los compromisos cambiarios ha aumentado la importancia de la credibilidad como reto impostergable de las autoridades monetarias y fiscales. En este contexto ha surgido el tema de la dolarización como un compromiso mucho más firme que las Juntas Monetarias o caja de conversión, u otro tipo de régimen cambiario fijo o intermedio, dado que se asume como un compromiso difícil de revocar.

Sin embargo, la tendencia dominante en los 90, en el marco de una mayor integración financiera y el levantamiento de los controles de capital, ha sido la adopción creciente de regímenes cambiarios de flotación. Aún cuando muchas de las economías que así lo han hecho vieron inicialmente afectada su credibilidad, la resistencia a renunciar de manera absoluta a la autonomía monetaria los conduce a intentar la flotación cambiaria, esperando que sus anuncios de políticas económicas coherentes y la aprobación de reglas fiscales de obligatorio cumplimiento preserven la estabilidad cambiaria. En la práctica, las economías emergentes que han adoptado recientemente regímenes de flotación, lo han hecho forzadas por las presiones sobre sus monedas y para evitar crisis financieras devastadoras.

Detrás de la preferencia dominante que muestran la mayoría de los países por recobrar la discrecionalidad en política monetaria, subyace la creciente movilidad del capital y su dificultad con los regímenes cambiarios fijos. Esta tendencia será mucho más marcada si continúa el avance tecnológico irreversible y el desarrollo financiero que lo estimula. En este marco, para aquellas economías con permanentes déficit de credibilidad sólo será posible ir hacia formas extremas de delegación monetaria, tales como cajas de conversión, uniones monetarias, o dolarización.

RÉGIMEN DE MONEDA ÚNICA

La dinámica de la globalización financiera ha actualizado el problema de la elección del régimen cambiario, aunque autores como Frankel (1999) y Williamson (1999) cuestionan la hipótesis de la desaparición del terreno intermedio, la cual señala que la elección del régimen cambiario se supedita a alternativas polarizadas. Ellos prefieren pensar que la elección del régimen es un problema que debe solucionarse atendiendo a las características particulares de cada país, no existiendo, por ello, soluciones comunes de fácil adscripción, por lo cual, cada país disfruta, en teoría, de la libertad de escogencia.

Sin embargo, la realidad impuesta por la dinámica financiera global es imposible de ignorar a la hora de tomar decisiones en materia económica, so pena de ver debilitada la confianza en la calidad y sostenibilidad de las políticas económicas adoptadas. El contexto restringido en el cual parece operar el problema de la elección del régimen cambiario, permea el sentimiento de los capitales, configurando pautas de comportamiento que ponen en peligro la continuidad de aquellos regímenes cambiarios cuya sostenibilidad es abiertamente retada.

El abandono de los regímenes atados al dólar por parte de los países asiáticos luego de la turbulencia financiera de 1997, la culminación del régimen de bandas cambiarias en México a finales de 1994 y la sucesiva eliminación de esquemas similares en otras economías emergentes durante 1999, ha brindado soporte a la tesis de la polarización de las alternativas cambiarias. Asimismo, dentro de algunos organismos multilaterales ha ganado terreno la idea de la conveniencia de que los países adopten mecanismos de flotación cambiaria o, en su defecto, se plieguen a esquemas rígidos fuertemente dependientes de una moneda estable distinta a la propia, acompañados con fuerte disciplina fiscal.

Abandonar la propia moneda genera costos políticos importantes, con implicaciones de orden cultural, aparte de los costos económicos inherentes a la pérdida de señoreaje y la renuncia al uso de las políticas monetaria y cambiaria como armas contracíclicas. Por todo ello, la actividad política tradicional se ve fuertemente afectada. Estos costos entraban la aceptación de la dolarización o la adopción de una moneda única, aun cuando su aplicación podría generar no sólo una expansión económica inicial, sino el surgimiento de un círculo virtuoso, al desaparecer del horizonte de los inversionistas la incertidumbre cambiaria y profundizarse los mercados financieros. (Hausman, R y Powell, 1999).

Esta resistencia a la dolarización explica, en parte, por qué luce más atractivo dar prioridad al tema de la unión monetaria, lo cual significa reconocer la pertinencia del problema de la elección del régimen cambiario dentro de un marco restringido de alternativas. Acoger la unión monetaria significa de manera im-

portante preservar el manejo de las políticas económicas, pero en un contexto de organismos supranacionales de carácter regional, que estén al servicio de los intereses económicos y políticos de los países que integren la unión.

En el caso de la unión monetaria, más que una renuncia a las políticas cambiaria y monetaria, se produce una transferencia de responsabilidades nacionales, sin que por ello se pierda enteramente la influencia de los intereses de cada país representados por los ciudadanos que participen como miembros de los organismos económicos y políticos creados dentro del marco de la unión monetaria.

La conveniencia política de la unión monetaria ha ganado relevancia en un mundo que parece marchar hacia tres bloques de moneda y debido también a la hasta ahora exitosa creación de la UME. Igual enseñanza parece desprenderse del Tratado de Libre Comercio firmado por EE.UU, Canadá y México, el cual, sin ser una unión monetaria, ha mostrado los beneficios económicos de la integración, significando para México una vacuna que parece haberlo inmunizado contra el efecto contagio propagado por las crisis financieras habidas desde 1997 en las economías emergentes.

La culminación de la UME como área monetaria óptima ha roto con las condiciones macroeconómicas estrictas exigidas para la cabal adopción de un área de este tipo, lo cual ha alentado la posibilidad de réplica entre los países latinoamericanos, en particular, en algunas subregiones. Sin embargo, la difícil conciliación política de los gobiernos para avanzar en este terreno retrasa el rápido avance que requiere un proyecto de unión monetaria dentro de los condicionantes de los mercados financieros globales, a pesar de compartir elementos culturales y sociales comunes. Por estas razones, las propuestas de dolarización, vía unilateral, bilateral, o a través de una unión monetaria conjunta con Estados Unidos, han cobrado nuevamente fuerza.

Paralelamente, con la necesaria voluntad política para emprender una integración monetaria latinoamericana es imprescindible la existencia de países líderes, cual es el caso de Francia y Alemania en la Unión Europea, con el fin de superar los problemas de coordinación regional, ya que los líderes establecerán el estándar para el sistema. Además de los indicadores tradicionales que evidencian la importancia de la economía, la característica más importante que deben tener los líderes es su propia credibilidad en la política económica, de manera de minimizar las externalidades negativas. En este sentido, sería conveniente identificar las economías en América Latina que reúnan estas condiciones.

VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA INTEGRACIÓN MONETARIA*Ventajas*

La adopción de una moneda única, además de ser un proceso que implica una gran voluntad política por parte de los países, es también un cambio laborioso y no exento de dificultades, las cuales no se justificarían si no comportara, al menos en principio, ventajas para las economías que se integran monetariamente. Entre las principales ventajas podemos citar:

- La integración monetaria como una fase posterior a la integración comercial, se basa en el supuesto de que la primera hará que la segunda sea más efectiva, con resultados positivos en el crecimiento económico de la región por la vía de un mayor intercambio comercial que incrementará la correlación de los ingresos, transfiriendo recursos de las zonas excedentarias a las deficitarias.
- Estabilidad y tipos de interés bajos: este aspecto resulta particularmente importante para las economías con tradición de inestabilidad y altos tipos de interés. Sin lugar a dudas, las variaciones de entorno provocadas por el arribo de una moneda única producirán cambios que afectarán tanto cultural como económicamente a las sociedades que conforman el grupo de integración. En el caso de adoptar una moneda única regional, es de esperar que los tipos de interés se acerquen al promedio de los países con menores tasas de interés.
- En el ámbito de las decisiones de inversión, éstas se verán previsiblemente favorecidas en la siguiente dirección:
 - Mayor diversificación de las carteras con apertura a los valores de otros Estados.
 - Mayor segmentación de los mercados financieros, provocada por la desaparición del riesgo de cambio dentro del grupo.
 - Modificación del carácter de las inversiones, al favorecer la inversión a largo plazo.
- Efecto transparencia que llevará a un mejor funcionamiento del mercado y a una mayor racionalidad en las inversiones, así como a un mejor conocimiento de las políticas económicas.
- Reducción de los costos transaccionales, lo cual propiciará una mayor circulación del dinero y de los demás bienes.

- Al establecer una moneda única y crear un fondo de divisas se economiza en reservas, por dos razones: 1) se reduce el nivel mínimo de éstas ya que no se necesitarán más divisas para financiar el comercio dentro de la Unión; 2) se reducen también los costos de la gestión financiera, ya que una moneda única posibilitaría repartir mejor los gastos generales de las transacciones; y 3) se obtienen economías de escala cuando su uso se oriente a propósitos de estabilización.
- Con la integración de los mercados de capital es posible conseguir beneficios a partir de la asignación y ahorro de recursos. La eliminación de los controles a las inversiones extranjeras directas fortalecería los beneficios de una asignación basada en decisiones de inversión más racionales.
- Se reducen las presiones sobre las políticas públicas dirigidas a obtener ventajas electorales locales que benefician a partidos políticos permitiendo, entonces, que éstas se orienten hacia la estabilidad de precios y hacia un crecimiento económico sostenido.
- En resumen, las ventajas de la integración monetaria, en alguna medida, son similares a las que se consiguen con la utilización de la moneda única al interior de un país.

Desventajas

Aun cuando la integración monetaria genera importantes ganancias a partir de la asignación de recursos, éstas podrían no distribuirse de forma equitativa entre los países miembros del acuerdo. La moneda única implica un cambio en el entorno económico que, al menos a corto plazo, puede representar dificultades para las empresas y para la economía del grupo, tales como:

- Pérdida del tipo de cambio como instrumento para mantener la competitividad, la cual no podrá obtenerse a partir de devaluaciones de la moneda. Este hecho es particularmente importante si consideramos el uso que tradicionalmente se ha hecho de esta política para recuperar la pérdida de competitividad de las economías latinoamericanas.
- Los sectores más sensibles de la economía podrían verse adversamente afectados por la reducción de las subvenciones estatales, que podría llevar a desajustes sectoriales en estas áreas, como por ejemplo, el sector agrícola.

- La posibilidad de utilizar la política fiscal como instrumento anticíclico se reduce. Los Estados deberán comprometerse a no exceder límites previamente negociados y a imponer sanciones si es necesario. Una política fiscal desordenada entre los países puede conducir a una mayor inflación y a tasas de interés más altas.
- La adopción de una moneda única implica importantes costos en el diseño e instrumentación de un marco supranacional, así como una renuncia a la discrecionalidad nacional de la política monetaria. Asimismo, este diseño institucional puede ser una fuente de diferencias entre los países, por ejemplo, destacando la necesidad de acuerdos para la distribución del señoreaje en el bloque, la forma de elección y rotación de autoridades entre los países, etc.
- Aún siendo atractiva la moneda única en el terreno comercial, puede no serlo en el financiero, si no viene acompañada de una alta credibilidad.

Un elemento de discusión que no queda expresamente reflejado, se refiere a la tendencia que domina el sistema financiero internacional de simplificar el número de divisas útiles en sus transacciones. Este fenómeno pareciera una "fase superior" de la globalización y en cierta medida obliga a profundizar los aspectos prácticos de adopciones de monedas regionales o únicas, en sustitución de las nacionales. No podemos dejar de señalar algunas inquietudes surgidas en Europa (luego del rechazo danés al Euro) sobre la viabilidad de su estrategia. Es evidente, que la ventaja política, más allá de la consideración económica, es la posibilidad de poder observar y analizar el proceso económico y operativo adelantado por la Comunidad Económica Europea.

DOLARIZACIÓN

La actual e intensa discusión sobre la dolarización se inscribe dentro de las limitaciones que al problema de la elección del régimen cambiario impone la creciente movilidad de capitales y la disminución de los controles a sus entradas y salidas. Sin embargo, existe otra vertiente del fenómeno, vinculada a la incapacidad de una moneda blanda para fungir como medio de acumulación de valor, una suerte de Ley Gresham al revés, en la cual el público desplaza la moneda mala por la buena buscando preservar el valor de sus activos.

En países que han vivido procesos de inflación crónica o de hiperinflación, sus habitantes abierta o subterfugamente, han tendido a desprenderse de la moneda de curso legal comprando una similar foránea con un historial de mayor estabilidad. En esta vertiente, antes que de dolarización, se habla de sustitución

de moneda, y aunque la mayoría de los gobiernos han aprobado la existencia de depósitos bancarios en moneda extranjera, particularmente en dólares, la aceptación del dólar como moneda de curso legal no ha sido establecida.

En los países latinoamericanos este fenómeno de la sustitución de la moneda local por el dólar se extendió en los años 80 y, particularmente, a partir de los 90, a la sombra de procesos de inflación crónica y pérdida constante de credibilidad de innumerables políticas de estabilización de precios. El público acudió al dólar como refugio de valor. Sin embargo, los gobiernos se resistieron a renunciar a la existencia de una moneda propia, aun cuando en algunos países se eliminaron monedas y se crearon nuevas, en un período relativamente corto. La lucha por tener una moneda propia significaba, en el fondo, la irrenunciable libertad de manejar de forma autónoma la política monetaria.

El proceso de sustitución de la moneda local por el dólar no conduce necesariamente a lo que hoy se conoce como la dolarización, permitiendo, en cualquier caso, que unos países puedan pasar más fácilmente a una plena dolarización si así lo aprueba el gobierno. La aceptación de otra moneda y la defección de la propia puede responder a razones políticas, tal como pasó en Europa, sin que para ello mediara un proceso de pérdida de capacidad adquisitiva de la moneda de curso legal de los países que decidieron llevar adelante la integración. Por ello, la puesta en el tapete de la discusión sobre dolarización responde mucho más cabalmente al viejo problema de la elección óptima del régimen cambiario, sólo que la creciente dimensión y libertad de los movimientos de capital le ha conferido una urgente necesidad, dejando un espacio cada vez menos sostenible a las fórmulas intermedias.

El resurgimiento de las juntas monetarias o cajas de conversión con los casos de Hong Kong, Argentina y los países bálticos de la ex URSS, allanó el camino al debate sobre dolarización que con tanta intensidad se discute como opción cambiaria válida para las economías emergentes que no reúnan las condiciones macroeconómicas necesarias para darle sostenibilidad a un régimen flotante.

Esta discusión ha cobrado pertinencia por la feliz culminación de la UME, al mostrar que la unión alrededor de una moneda común es factible de alcanzar con voluntad política, aunque no se cumplan, estrictamente, las condiciones macroeconómicas previamente establecidas como viables para la conformación de una área monetaria óptima.

El ejemplo de la caja de conversión en Argentina ha mostrado cómo el compromiso del gobierno con el mantenimiento de este esquema ha permitido que el peso argentino mantenga su paridad nominal con el dólar desde 1991, y ha traí-

do varios años de estabilidad de precios. Con la caja de conversión se ha minimizado el riesgo cambiario, pero no ha desaparecido, y las dudas externas sobre la continuidad del régimen, fueron exacerbadas después de la devaluación de la moneda brasileña en enero de 1999.

La incertidumbre sobre la continuidad de la caja de conversión, y el compromiso a favor de la estabilidad cambiaria, enfatizado por las autoridades económicas, le ha conferido pertinencia a la dolarización en Argentina como una opción posible. Con ella desaparecería totalmente el riesgo cambiario, bajarían las tasas de interés y se sostendría el crecimiento económico.

La ventaja de la dolarización respecto a la caja de conversión es la credibilidad adicional. La devaluación, por ejemplo, queda proscrita, y los mercados dejan de cuestionar la continuidad del régimen, aún cuando como diría Alan Greenspan, la dolarización podría ser revocada por un gobierno que estime como sumamente perjudicial este régimen para el bienestar colectivo.

La aceptación del dólar como única moneda de curso legal sólo es irrevocable en los Estados Unidos, al menos en el mediano plazo. Sin embargo, aún permaneciendo escépticos los inversionistas sobre las promesas del gobierno, la inexistencia de una moneda local que pudiera sustituir al dólar, hace difícil dudar sobre las intenciones del gobierno.

Al dolarizar un país, las entradas de capital reducirían las tasas de interés domésticas hasta niveles similares a las de Estados Unidos y, en consecuencia, los mercados financieros deberían profundizarse y ser más estables. La dolarización tiene el costo de la renuncia al señoreaje, aunque algunos autores estiman que la reducción del costo financiero que implica la desaparición del riesgo cambiario y, en buena parte del riesgo crediticio, compensa con creces, la pérdida del ingreso obtenido por la emisión de la moneda propia.

En términos generales, las ventajas y desventajas de la dolarización se pueden resumir en las siguientes:

Ventajas

- No implica el diseño y puesta en marcha de un marco institucional supranacional.
- Mejora la credibilidad general.
- Permite reducir las tasas de interés al bajar el riesgo cambiario.
- Elimina el riesgo de devaluación.
- Profundiza los mercados financieros.

Desventajas

- Exige un tratado de asociación monetaria con EE.UU.
- Renuncia a la política monetaria y cambiaria.
- Pérdida del prestamista de última instancia.
- Presiones económicas internas en caso de no coincidencia de ciclos económicos con los de EE.UU.
- Pérdida del señoreaje.
- Riesgos bancarios por aumento repentino de pasivos en US\$.

Asimismo, podemos decir que los costos y beneficios que tienen los países que dolarizan oficialmente son:

Costos

- Pérdida de señoreaje y del interés obtenido por los bonos u otros activos extranjeros en poder de los bancos centrales y otras autoridades monetarias.
- Gastos al convertir de moneda doméstica a extranjera los precios, programas de computación, cajas registradoras y máquinas vendedoras automáticas. En Argentina, por ejemplo, el costo sería cercano a cero dado que el peso argentino equivale a un dólar, de manera que cambiar precios sería innecesario; por el contrario, en México el costo sería mayor dado que el peso mexicano tiene una tasa de cambio flotante con relación al dólar.
- Dada la inexistencia de un banco central local como prestamista de última instancia, el Gobierno puede obtener fondos suficientes para rescatar los bancos individuales, a partir de estas alternativas: (a) realizar arreglos para la obtención de líneas de crédito con bancos extranjeros (como lo ha hecho Argentina con su caja de conversión), (b) que las agencias de los bancos extranjeros puedan ofrecer crédito directamente a los bancos domésticos sin involucrar al Gobierno (como se ha hecho en Panamá); (c) conseguir fondos de los multilaterales, como también lo ha hecho Argentina durante las crisis bancarias.

¹ Para reducir la pérdida de señoreaje como obstáculo para la dolarización oficial, los Estados Unidos podría considerar la posibilidad de compartirlo con los países que dolaricen oficialmente (Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos, Julio 1999).

- Pérdida de soberanía en la política monetaria, privando al Estado de la capacidad de reaccionar ante shocks externos y de usar el tipo de cambio para ajustar desequilibrios de balanza comercial y financiar el déficit presupuestario mediante la emisión de dinero.
- Necesidad de sincronización en los ciclos económicos de los países involucrados, pues en caso contrario, las políticas monetarias de la Reserva Federal pueden tener efectos contraproducentes en los países de mercados emergentes dolarizados.

Krugman, argumentando a favor de monedas nacionales separadas y tipos de cambio flexibles, cita la siguiente observación de Milton Friedman: Si en un país los precios y salarios deben aumentar comparado con los de otro país, las fuerzas de la oferta y la demanda podrían hacerlo generando inflación en el primero y deflación en el segundo. Pero, esto significaría, dice Friedman, pedirle mucho a los mercados, pues sería más fácil que ambos países mantengan sus precios estables en sus respectivas monedas y dejar que el tipo de cambio entre las dos monedas haga el ajuste. O dicho de otra manera, un país cuyos salarios y precios son muy altos comparados con los de otro país, encontrará que es más fácil hacer el ajuste mediante la modificación del valor de su moneda que a través de miles de cambios en sus precios individuales (Krugman, 1999). En otras palabras, es más fácil que el perro mueva la cola, que el que la cola mueva al perro.

Beneficios

- Costos de transacción más bajos al intercambiar una moneda por otra.
- Elimina las operaciones compensatorias originadas por el riesgo monetario en los países, lo cual tiende a aumentar el intercambio y la inversión.
- Inflación actual más baja y menos riesgo de inflación futura. Un país oficialmente dolarizado al utilizar una moneda extranjera, se asegura de obtener una tasa de inflación cercana a la del país emisor, estimulando la disciplina presupuestaria². La baja inflación aumentaría la seguridad de la propiedad privada (siendo el dinero la forma más difundida de pro-

² Eso no significa necesariamente que el presupuesto del Gobierno va a estar balanceado cada año (Panamá ha tenido en ocasiones grandes déficits) lo que significa es que el déficit debe financiarse a través del método, más o menos transparente, de impuestos más altos o más endeudamiento en lugar del método de imprimir dinero (Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos. Julio, 1999).

piedad privada), lo cual a su vez estimularía el ahorro y los préstamos a largo plazo³.

- Mayor apertura económica y transparencia, especialmente del Gobierno, producto de la inexistencia de moneda doméstica que necesita ser sostenida.
- Eliminación de crisis de balanza de pagos y controles de cambio.

De lo planteado se desprende que un país al dolarizar oficialmente no necesariamente crea un sistema financiero integrado con el país emisor. Para alcanzar una integración de este tipo se requiere que el país dolarizado permita a las instituciones financieras extranjeras competir con las nacionales. En particular, significa que las instituciones financieras extranjeras puedan establecer agencias, aceptar depósitos y hacer préstamos, comprar hasta un cien por cien instituciones nacionales y mover fondos libremente dentro y fuera del país. Sobre este aspecto pareciera que las liberaciones financieras que han avanzado en América Latina, así como las fuertes inversiones en el sector financiero de grupos internacionales, contribuyen a solventar la restricción señalada.

La integración financiera completa se produce cuando la Ley permite a las instituciones financieras una amplia libertad de acción para competir y no discrimina contra instituciones extranjeras (Congreso de los Estados Unidos 1999).

La integración financiera junto con la dolarización oficial, usando una moneda internacional prominente (el dólar, euro o yen), permite que:

- El país forme parte de una gran fuente internacional de fondos líquidos, que unificado con la habilidad del sistema financiero para mover los fondos sin riesgos de tasas de cambio entre un país oficialmente dolarizado y el país emisor, reduce los períodos de bonanza y depresión de capital extranjero, que ocurren a menudo en países con política monetaria independiente y sistemas financieros no bien integrados al sistema mundial.
- Además de ayudar a estabilizar la economía, mejora la calidad del sistema financiero permitiendo a los consumidores acceso a instituciones financieras que han probado su competencia internacionalmente. Esto obliga a las instituciones financieras locales a ser de alta calidad para poder competir con las extranjeras.

³ Panamá es el único país independiente de América Latina donde hay disponibles hipotecas a un plazo de 30 años sin subsidios del Gobierno por ser el único que no ha sufrido de alta inflación y devaluaciones monetarias en los últimos 15 años (Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos. Julio, 1999).

- Las instituciones financieras extranjeras pueden prestar fondos a los locales cuando a éstas les falte liquidez. Se sustituyen las funciones del banco central como prestamista de última instancia, dado el rápido acceso a fondos extranjeros, y viceversa, lo cual mejora las habilidades financieras de los gerentes bancarios locales.

UNA PRIMERA VISIÓN GRINGA⁴

La discusión sobre la viabilidad de la dolarización tomó nuevos vuelos, al manifestar algunas economías su disposición a adoptarla⁵, y obligó al gobierno estadounidense la realización de un detenido análisis.

Al respecto los documentos emanados de la Oficina de Asuntos Bancarios del Senado del Congreso de los Estados Unidos parecen indicar que estarían dispuestos a apoyar la dolarización de las economías de América Latina, si tal paso significa alcanzar mayor estabilidad económica de la región y crecimiento sostenible en los países que han sufrido inestabilidad en sus economías. Al respecto, este proceso sería de beneficio económico y nacional para los Estados Unidos (Lawrence Summers, 2000), sin embargo, no dejan de reconocer que representa algunos riesgos políticos y económicos.

Al respecto algunas consideraciones elaboradas por los técnicos del Senado norteamericano permiten resumir un conjunto de riesgos y beneficios que valdría la pena considerar:

Riesgos

- Torna más difícil la gestión de la Reserva Federal en el manejo de la política monetaria.⁶

⁴ Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos. Julio 1999.

⁵ Es el caso del debate en Argentina y la decisión adoptada por Ecuador durante el año 2000.

⁶ El mayor crecimiento en la cantidad de dólares en billetes en poder de los extranjeros aparentemente ha ocurrido en años recientes (Judson y Porter 1996, p. 896), y ha sido precisamente durante ese periodo que el Sistema de Reserva Federal ha reducido la inflación a menos de un 2% anual (Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos. Julio 1999)

- Presión por parte de los países oficialmente dolarizados hacia los Estados Unidos, de asumir la responsabilidad en la solución de sus problemas económicos. Dada esta posibilidad, el Sistema de Reserva Federal y el Departamento del Tesoro podrían advertir que la responsabilidad de efectuar préstamos a los bancos con problemas en dichos países o de supervisar los sistemas bancarios extranjeros, descansa en manos del Gobierno Nacional de cada país.⁷
- Cuando la Reserva Federal plantee un aumento de las tasas de interés, los países oficialmente dolarizados podrían presionar para mantener las tasas de interés inapropiadamente bajas. Este riesgo parece remoto y difícil de ocurrir en la práctica, en virtud del tamaño de la economía emisora.
- Shock monetario o indeseado en caso de que un gran número de extranjeros que usan el dólar, repentinamente se cambien al euro u otra moneda, forzando a la Reserva Federal a aumentar la tasa de interés para prevenir el aumento de la inflación.

Beneficios

- Al incrementarse el número de países dolarizados oficialmente se expandiría el número de personas que usan el dólar como moneda de uso corriente, esto contribuiría a sostenerlo en el largo plazo como la primera moneda internacional en comparación con el euro.
- El riesgo monetario (riesgo de devaluación o revaluación de una moneda) casi desaparecería para los inversionistas que tengan relaciones con los países oficialmente dolarizados. El uso de tipos de cambios subvaluados para estimular las exportaciones desaparecería.
- Eliminación de los costos de transacciones derivados de convertir monedas a los turistas y negociantes.

Evidentemente no es posible ponderar los riesgos y beneficios sin tomar en cuenta el entorno político y social en el que se desarrollan los países de la región. Cada país o subregión asumirá costos y beneficios derivados de su rela-

⁷ Funcionarios del Sistema de Reserva Federal y del Departamento del Tesoro ya han enfatizado este punto repetidamente en declaraciones públicas (Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los estados Unidos. Julio, 1999).

ción externa y los objetivos de largo plazo que se hayan trazado. En tal sentido, las consideraciones sobre la conveniencia de dolarizar o no presenta un alto contenido político, más que económico.

Consideraciones sobre la dolarización oficial

De acuerdo con la visión del documento del Senado del Congreso de los Estados Unidos (International Monetary Stability Act of 2000) existirían ciertas características que indicarían la posibilidad de iniciar la dolarización de un país. El análisis considera básicamente elementos económicos y no de orden político o institucional:

- Historia de un pobre desempeño monetario que haya deteriorado la credibilidad de su moneda, obligando a sus prestatarios a pagar altas tasas de interés causando la reducción del crecimiento económico.
- Cobro de un bajo señoreaje por emitir su moneda doméstica debido a que la dolarización extra oficial está ya extendida.
- Presiones inflacionarias permanentes y baja capacidad para conducir políticas monetarias sin riesgo financiero.

Muchos economistas proponen el uso de la *Teoría de Areas Monetarias Optimas* para juzgar si la dolarización es deseable. Esta área existe donde hay un país grande que tiene una moneda dominante y en donde una parte considerable del comercio, mano de obra e inversión, fluye entre él y sus vecinos más pequeños.

Por ejemplo, la dolarización oficial funcionaría mejor en Argentina si Brasil, su socio comercial más grande, estuviera dolarizado, porque entonces los empresarios argentinos no tendrían que preocuparse por riesgos cambiarios al negociar con Brasil. Como no parece factible que Brasil se dolarice, Argentina podría adoptar la moneda de Brasil, pero estaría sujeta a los muchos problemas que experimenta este último, o adoptar una tasa de cambio flotante corriendo el riesgo de repetir la hiperinflación que sufrió antes de aplicar la caja de conversión en 1991 (Reporte de la Comisión de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos. Julio 1999).

Las consideraciones sobre un elevado nivel de deterioro en los principales indicadores macroeconómicos, en todo caso, parecen el principal factor que precipita una dolarización total. El desenvolvimiento futuro del proceso ecuatoriano puede ser aleccionador al respecto; lo que pareciera predominar es el alejamiento de la solución mágica (la dolarización) como respuesta a todos los

problemas. Un país toma la decisión, sustituye su moneda, mejora su riesgo, pero las reformas económicas deben continuar. Esperemos qué resulta de este laboratorio viviente.

CONSIDERACIONES FINALES

El tema de la convergencia, monedas únicas y dolarización, mantiene un atractivo no sólo para la discusión académica, sino también para los diseñadores y ejecutores de políticas públicas; sin embargo, la experiencia internacional demuestra que la delegación monetaria no sustituye la aplicación de políticas macroeconómicas coherentes.

En la escogencia de la moneda ancla por parte de los países intervinientes, además de los conocidos factores económicos, elementos estratégicos de conveniencia propia de cada Estado, que imponen restricciones a las alternativas de selección.

En el marco de una unión monetaria, el problema de la diferencia de los ciclos económicos entre países miembros, especialmente cuando existen bajos niveles de convergencia, se agudiza ante la dificultad de aplicar políticas internas anticíclicas frente a las establecidas por la unión, pudiendo convertirse en un factor de fricción.

Por otra parte, la creación de una moneda única regional, en el marco de una unión monetaria, es un proceso complejo y prolongado, que requiere de voluntad política y coherencia en la conducción de la política económica, para garantizar su puesta en marcha y culminación. No obstante, las presiones que imprime la globalización financiera podrían acelerar y darle viabilidad a este proceso en el mediano plazo.

El mayor beneficio que traería la dolarización a América Latina es la mejora de la credibilidad general; sin embargo, una propuesta de dolarización generalizada, por el momento, parece más un debate académico que una propuesta formal. Algunos países se niegan a adoptar la divisa estadounidense como unidad de cuenta y de valor, por razones históricas y de soberanía, disminuyendo la probabilidad de acuerdos políticos orientados en esta dirección.

Los países que se acojan a la dolarización unilateral estarían supeditados a las políticas económicas estadounidenses, que no necesariamente coincidirían con los requerimientos económicos internos de los mismos. Para subsanar esto, se haría imprescindible para los países contar con condiciones económicas y financieras similares a las de EE.UU, así como con un sólido sistema financiero.

Sin embargo, en el seno de algunos círculos regionales ha cobrado fuerza la idea de impulsar este esquema en la región, como una alternativa que se supone viable para algunas subregiones y economías abiertas y pequeñas o para economías con una proporción importante de sus transacciones en dólares estadounidenses.

Finalmente, cabe destacar que la viabilidad del proceso de creación de una moneda regional o la dolarización generalizada está supeditada a la adopción de políticas macroeconómicas sanas, lo cual reduciría el problema de la elección del régimen cambiario para los países de la región.

En tal sentido, la experiencia en América Latina demuestra que las marchas y contramarchas de los procesos de reformas han condicionado la selección de los regímenes cambiarios. Es por ello, que resulta más importante para América Latina, en la etapa actual, avanzar en la solución de los desequilibrios internos, mediante el impulso de reformas institucionales, antes que enfrascarse en desgastantes procesos de discusión sobre la adopción del régimen cambiario óptimo, cuando, al resolver los problemas macroeconómicos e institucionales de fondo, probablemente cualquiera de éstos regímenes podría funcionar satisfactoriamente. El debate, sin embargo, continúa...

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Asuntos Hacendarios (1999), *Argentina: Consideraciones importantes de la Iniciativa de dolarizar la economía*, Boletín Panamericano Latinoamericano, Año X. No. 379, México DF.
- Bogetic, Zeljko (2000), *Official or Full Dolarization: Current Experience Issues*, International Monetary Fund.
- Bordo, Michael y Schwartz, Anna (1997), *Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Records*, Working Paper 6201 NBER.
- Cordeiro, José Luis (2000), "Ecuador: ¡Viva la dolarización!", *El Universal*, 04 de abril, Caracas.
- Cottarelli, Carlos y Giannini, Curzio (1997), *Credibility without Rules? Monetary Frameworks in the Post Bretton Woods Era*, Banca D'Italia.
- 106th Congress. United States of American. 2nd Session (2000), *International Monetary Stability Act of 2000 (Introduced in the Senate)*.
- Edward, Sebastian (1999), *Latin America at the end of the Century: More of the same?*, University of California, Los Angeles.

Eichengreen, Barry (1999), *Solving the Currency Conundrum*, University of California, Berkeley.

—(1999), *Taming Capital Flows*, University of California, Berkeley.

—(1999), *Is Europe on Optimun Currency Area?*, Working Paper 3579, NBER.

Frankel, Jeffrey (1999), *No Single Currency Regime is right for all Countries or at all Times*, Working Paper 7338, NBER.

—(1995), *Economic Convergence and Economic Policies*, Working Paper 5039, NBER.

—(1996), *The Endogeneity of the Optimun Currency Area Criteria*, Working Paper 5700, NBER.

Hausmann, Ricardo y Powell, Andrew (1999), *Dollarization: Issues of Implementation*, BID.

Hoy Digital (2000), *La dolarización en el Ecuador. Preguntas frecuentes*. <http://www.hoy.com.ec/especial/dólar/dolar21.htm>.

Jiménez, Félix (1999), "La Propuesta de la Dolarización: ¿Un paso atrás?", *Revista Moneda*, Banco Central de Reserva del Perú, No. 114.

Judson, Ruth y Porter, Richard (1996), "The Location of U. S. Currency: How much is abroad?" *Federal Reserve Bulletin*. Vol. 82, No. 10, October.

Krugman, Paul (1999), *Monomoney Manía*. Slate Magazine. The Dismal Science.

Mack, Connie (1999), *Basics of Dolarization*. United State Senate. Joint Economic Committee. Staff Report. Office of the Chairman.

—(1999), *Fundamentos de la Dolarización*, Reporte del Comité de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos.

Martínez Ulloa, Carlos (1999), *Economía Mexicana a Dolarizarse*, Sumario.

Obstfeld, Maurice (1999), *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?*, University of California, Berkeley.

Pou, Pedro (1999), *An Accord on Monetary Association*, Mimeo.

Rodrik, Danny y Velasco, Andrés (1999), *Short-Term Capital Flows*, Working Papers 7264, NBER.

Rubini, Hector (1998), *Dolarización y Moneda Única en el Mercosur*, Universidad Nacional de Río Cuarto.

Salinas León, Roberto (1999), *Hacia un peso que pese: Reforma Monetaria en México*, Cato Institute.

Schuler, Kurt (1998), *No more Central Banks*, The Journal of Commerce Since 1827.

—(1999), *México: Portal para la Dolarización en América Latina*, Cato Institute.

Summers Lawrence (2000), *EE.UU, Dispuesto a apoyar dolarización en América Latina*, Reuters.

Willet, Thomas (1996), *The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility*, Princeton University.

Williamson, John (1999), *Crawling Bands or Monetoring Bands: How To Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility*, Institute for International Economics. Washington, D. C.

Artículos

A CHRONICLE OF A LATIN AMERICAN COUNTRY FINANCIAL CRASH: THE CASE OF VENEZUELA

Leonardo V. Vera*
ESCUELA DE ECONOMÍA, UCV

Abstract:

Between 1994 and 1995 the Venezuelan banking experienced a drastic financial crash that eventually took half of the banking industry down, created a wave of bankruptcies of enterprises, distorted public finances (as government assistance to ailing banks mounted), and generated a balance of payments crisis. This paper details the events that precipitated Venezuela's financial crisis and examines how the problems took shape. The paper outlines the factors that cause and precipitate a financial collapse. These are summarized in three broad categories, namely: the macroeconomic context, the institutional setting, and policy orientation. The Venezuelan experience demonstrates that the so-presumed coherence between orthodox reforms and financial liberalization should not be exaggerated. If the reforms itself generate transitory but severe macroeconomic instability and are implemented without taking care of a fragile institutional setting and an already dangerous trend in banking operations, the results can be counter-productive.

Key Words: Financial Crash, Latin America, Venezuela.

INTRODUCTION

During the last three decades a large number of Latin American countries, at all levels of development, have suffered the drastic consequences of a financial crash. In all cases financial reforms aimed at ending financial repression, as defined by the McKinnon-Shaw framework preceded a financial debacle. The economy of Venezuela joined this club in 1994-1995 when a financial crisis eventually took half of the banking industry down, created a wave of bankruptcies of enterprises, distorted public finances (as government assistance to ailing banks mounted), and generated a balance of payments crisis. Although the Venezuelan banking crisis does mirror other crisis in Latin America, the way the process took shape deserves close scrutiny. Importantly, the Venezuelan experience provides a clear and recent confirmation of the whole complex interplay of factors that cause and precipitate a financial collapse. We summarize these factors in three broad categories, namely: the macroeconomic context, the institutional setting, and policy orientation. This distinction allows us to detect neatly similar trends in other developing countries.

* Assistant Professor, Central University of Venezuela, Escuela de Economía, Caracas 1050, Venezuela.

The distinction also proved to be particular appropriate to separate the underlying institutional and macroeconomic conditions that led the financial system toward a fragile position (the underlying causes), from the actions taken to guide decision making (the precipitating factors). These latter factors seem to be important since historical events indicate that the apt use of economic policy may mitigate signals of serious weaknesses in the financial structures. Unfortunately, both orthodox development economists and multilateral institutions have exerted an increasing influence toward orthodox economic reforms including financial deregulation, when the experience in Latin America seems to indicate that the countries where these reforms were implemented most religiously often had to deal with bank failures and economic disarray¹.

This article details the events that precipitated Venezuela's financial crisis and examines how the problems took shape. Although Venezuela's banking crisis is closely related to the intervention and control of the country's second-largest bank, its foundations were laid much earlier. Section B briefly documents the development strategy followed during the 1970s and the changing events of the 1980s. Specifically, we emphasize the way the banking industry fit and adapted to the events. Section C schematically presents the liberalization attempt. Section D, E and F examine the possible underlying causes of the financial collapse, taking special consideration of the macroeconomic factors, the institutional setting, and the resulting trends in the banking system. Section G discusses and evaluates the impact of the policy reforms undertaken in 1989 and their subsequent development. Section H describes the financial collapse and the costs of the crisis. A final section summarizes the argument.

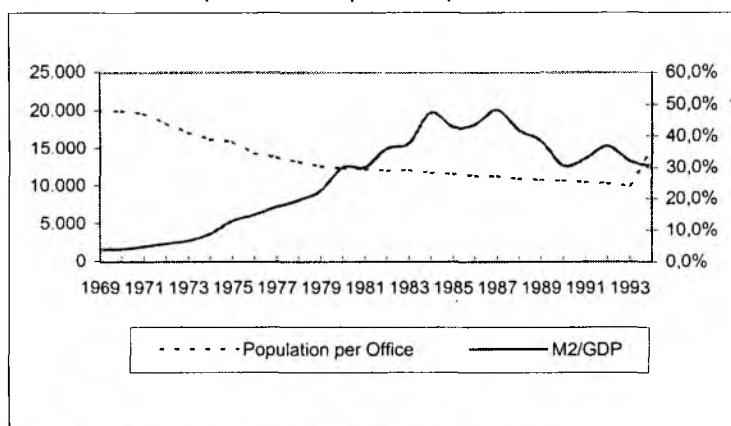
FROM THE GOLDEN AGE TO STAGFLATION

The most striking feature of the Venezuelan economy between 1960 and 1980 was its remarkably rapid growth and its low inflation path. During this period the rate of growth of output averaged 4.4 percent and the average rate of inflation was 5.9 percent. This relatively good macroeconomic performance has been attributed to the stable economic and political international context that governed the world economy between the sixties and the mid seventies. The Venezuelan economy was allowed to seek a regime of fixed exchange rates, fixed interest rates and fiscal balance that marked the overall financial and business environment (Hausmann 1990). In addition, the favorable trend of the price of crude oil, the sharp increase in

¹ We refer here to the cases of Argentina, Uruguay and Chile in the southern cone, to the cases of Colombia and Paraguay in the rest of South America, and Costa Rica and Mexico in Central America.

the quantity of oil exports and especially the oil boom of 1973-1974 enabled Venezuela to embark upon a massive development process, which placed a strong emphasis on infrastructure (especially construction) and heavy industry. As the increased oil revenue accrued largely to the government, a rapid expansion of public sector expenditures occurred between 1974 and 1982. This relatively good period of prosperity fostered the development of the financial system and the profusion of new banking activities. Since the early 1960s, financial deepening as measured by the M2/GNP ratio and the number of offices and agencies per capita increased significantly until the mid 1980s (see figure 1). Figure 2 also shows how the deposits/GDP and credit/GDP ratios grew markedly since the late 1960s until 1988 (when the trend reverses). Similarly, the level of real assets showed signs of expansion until 1988 when the inflationary floor started to rise (see figure 3). What it is quite remarkable is that the financial system was able to sustain its development relatively well in spite of financial repression, lack of foreign competition and strong public sector intervention in financial activities².

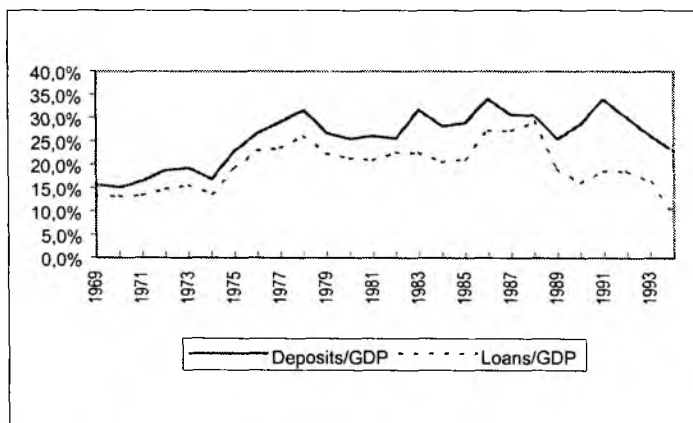
Fig. 1. Financial Sector: Evolution of the M2/GDP Ratio and the Proportion of Population per Office



Source: Central Bank of Venezuela and Banking Association.

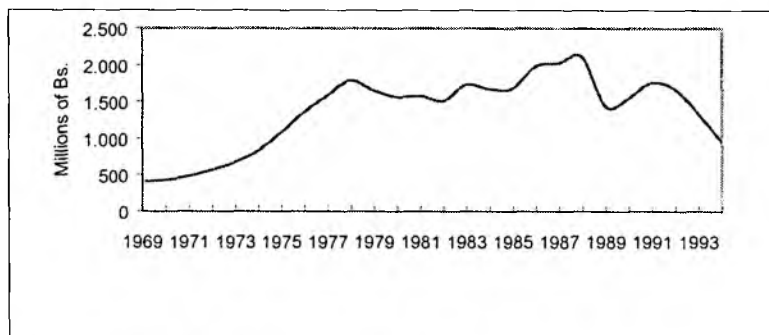
²Until the late 1980s, Venezuela was a classic case of financial repression. Not only did the government maintained interest rates ceilings on bank assets and liabilities and dictated lending quotas to what it deemed high-priority sectors, but it created an important development banking system. Moreover, since 1970 banking legislation prohibited the expansion of foreign banks by limiting their size to a maximum of 20 percent of the capital of the whole banking system, by limiting the number of offices and agencies in the national territory and by prohibiting the reception of government funds. The partial reform of banking legislation in 1975 virtually eliminated the presence of foreign banks in the country.

Fig. 2. Commercial Banks: Evolution of the Deposits/GDP Ratio and the Loans/GDP Ratio



Source: Data from the Banking Superintendency.

Fig.3. Commercial Banks: Evolution of Real Assets



Source: Data from the Banking Superintendency

The 1973-1974 oil shock and the massive flow of resources transferred to the public sector largely drove the operations of the private banking system (which at the time was basically composed of commercial and mortgage banks). Fiscal expansion helped banking operations in three ways: (a) it helped increased the formation of deposits in commercial banks; (b) it increased lending operations by channeling funds through second tier financial institutions; and (c) it expanded the scale of public investment projects which required the added participation of local and foreign banks. Between 1978 and 1982 the ratio of checking account deposits and other short-term and long-term bank deposits to M2 (which measured the

proportion of money held in the banking system) averaged 0.9, a figure that met developed-country standards.

A softening of the world oil market in 1977-1978 contributed to the stagnation of fiscal revenues just in a moment in which public sector enterprises development projects expanded. Fiscal austerity fell upon government transfers to state enterprises and as a consequence a massive flow of external borrowing emerged as a counterpart. Increased oil exports in 1979-1980 turned the situation around, but only temporarily because exports revenues declined rapidly in 1981 and 1982. Capital flight accelerated sharply when the price of oil began to decline and domestic residents started to anticipate a devaluation. The difficulties were magnified when the flow of international lending was suddenly interrupted by the end of 1982 and interest rates in international markets started to rise. Surprisingly, the growing disarray in the economy slightly affected the banking industry. Deposits/GDP and Credits/GDP ratios decreased in 1978 and stagnate until 1982, however, the overall performance of the banking system was not worse due to the way the banking system fit and adapted to the events. First, increased competition among domestic banks led gradually to the creation of financial groups, and this, in turn, increased bank's ability to keep or attract funds and generate profits³. Second, the freeing of interest rates on bank assets and liabilities in 1981 allowed the banks to increase the spread between bank's interest rates on loans and their cost of funds⁴. Finally, after the implementation of a multiple exchange rate system in 1983 banks found important sources of profitability in foreign exchange operations where trading and arbitrage opportunities promised substantial gains.

Several years of chaotic adjustment followed the change of the exchange rate regime in 1983. A severe fiscal adjustment and import compression led to output contraction during 1984-1985⁵. In 1985 three financial institutions were intervened and a commercial bank (Banco de Comercio) liquidated. Severe deficiencies in banking supervision were apparent when government authorities found out that these institutions loaned money to themselves or their affiliates, and that many short-term loans had no collateral backing⁶. Surprisingly, instead of enhancing regulatory capabilities, the government decided to create a nation's deposit

³A financial group usually consisted of a commercial bank, a mortgage bank, a financial society, a liquid assets fund, a leasing company and an insurance company.

⁴In 1984 ceilings on interest rates paid on deposits and for loans were re-established, priorities lending quotas to agriculture were increased to 22.5 % and preferential interest rates were reintroduced for agriculture and construction activities.

⁵The output growth rates were -1.4 percent in 1984 and 0.2 percent in 1985.

⁶As Haumann and Gavin (1995) have pointed out, in less florid times the lack of liquidity does not mask risky borrowers anymore who would be recognized from what they are.

insurance authority (FOGADE) in 1985⁷. When strong fiscal expansion was pursued in 1986, the dramatic fall in world prices of crude oil led to a sharp deterioration of government finances, to a new exchange rate adjustment and higher inflation⁸. By the end of 1988 the macroeconomic imbalances were unsustainable. The Central Government deficit ballooned to 6.1 percent of GDP, the current account deficit reached \$ 5,809 million, the exchange rate remained clearly overvalued, demonetization was severe and international reserves almost exhausted. Against this economic background the incoming government of President Pérez implemented a mayor reform package under the tutelage and support of the IMF and the World Bank.

ORTHODOX REFORMS AND FINANCIAL LIBERALIZATION

The 1989 economic program was based on the standard IMF/World Bank menu of macroeconomic stabilization combined with the implementation of deep structural reforms. A shock treatment approach to adjustment was employed and largely justified by government officials in terms of taking advantage of the political momentum created by recent elections and the lack of capacity to monitor a gradual approach. The program had several targets: a restoration of balance of payments equilibrium and the orderly servicing of the foreign debt, control of inflation, and the creation of a structure of relative prices conducive to an efficient allocation of resources and growth. Tight monetary and fiscal policy, price liberalization of basic goods and an abrupt exchange rate adjustment were undertaken rapidly⁹. Basic policy reforms in the areas of foreign trade, privatization and domestic financial markets followed.

In the case of the financial sector, it should be pointed out that the core reforms included interest rates liberalization, the elimination of priority lending quotas, privatization of commercial banks under ownership of the Central Bank, and relaxation regarding the participation of foreign banks in the domestic financial market¹⁰. The strengthening of the supervisory institutions, the restructuring of public banks and funds and the reform of the legislation framework were set among

⁷A significant moral hazard problem can arise when the government reacts as Venezuelan authorities did in that occasion. Market discipline is difficult to establish if both banks and depositors implicitly assumed that the government is going to guarantee bank liabilities.

⁸Inflation increased from 11.6 % in 1986 to 28.1 % in 1987 and 29 % in 1988.

⁹In March 1989, the domestic currency was devaluated by almost 100 %.

¹⁰Although the reserve requirements for the agricultural sector were eliminated, a preferential treatment was kept regarding interest rates. Interest rates ceilings were impose for agriculture activities below the market lending rate.

the main targets of a sector loan approved and co-financed by the World Bank and the Inter-American Development Bank in 1990.

Unfortunately, as we will argue later, financial liberalization provided a fatal blow to the banking system and the real economy since it was implemented at a time of severe macroeconomic instability, deep recession, fragile institutional setting and an already dangerous trend in banking operations. Moreover, the so-presumed coherence of orthodox reforms should not be exaggerated. The pursuing of tight monetary policy, during a period of financial liberalization, with the effect of disrupting the real and financial sector, is a good example of how conflicts might arise between different aspects of the reforms programs.

Concerns about the consequences of financial liberalization have raised with the explosion of banking crisis around the globe in the last two decades. There is a widespread agreement that financial liberalization in the midst of macroinstability greatly exacerbates any economic dislocation (McKinnon 1993). Under conditions of instability (or some future threat), financial liberalization boost the level of interest rates, leading to disintermediation and causing problems of credit stringency for medium size and small firms. Moreover, where regulation, supervision and other parts of the infrastructure that support incentive-compatible behavior are absent, premature liberalization plays a role in the development of financial crisis (Stiglitz 1998). Though macroeconomic factors and institutional failure are common factors in bank insolvency in Latin America, premature liberalization could be cited in virtually all cases of financial crisis in the region. A recent study by Demirguc-Kunt and Detragiache (1998) test the hypothesis that financial liberalization increases the probability of a crisis for 53 industrial and developing countries (covering 1980-1995) and their findings are clear: Financial liberalization has an independent and negative effect on banking sector stability.

Based on the elements just mentioned above (the macroeconomic context, the institutional setting, and policy orientation) we will argue that a close evaluation of the explanatory circumstances surrounding the banking crisis and the course of action chosen to guide decision making after 1989, may help provide a good understanding on how the banking crisis of 1994 took shape.

THE MACROECONOMIC ENVIRONMENT

There are two related aspects of macroeconomic environment that can have major impacts on financial performance. The first concerns macroeconomic stability, which often manifest itself through the behavior of domestic prices and the performance of the external sector. The second aspect concerns global

failure and the ensuing collapse of effective demand and economic activity (the downturn of 1993 is a prime example of such event). We will deal briefly with each of these aspects.

A key necessary (but not sufficient) prerequisite for the liberalization of the financial markets and the growth of financial intermediation is a stable macroeconomic environment. In general, reforms have to take place after macroeconomic stabilization has been achieved¹¹. Basically, interest rates should be liberalized and financial markets deregulated after inflation, the budget deficit and external shocks are stabilized. None of these conditions existed when the reform process and the strategy to liberate Venezuelan financial markets gathered momentum. The fundamental point is that the conjunction of these macroeconomic maladies may increase the vulnerability of the financial system.

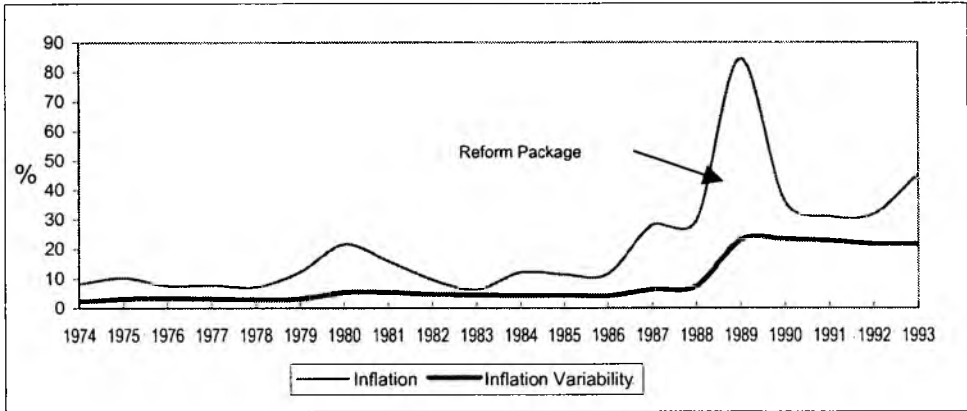
As an emerging literature has emphasized the key role of uncertainty in investment decisions follows directly from the irreversible nature of most investment expenditures (see Bernanke 1983, and Pindyck 1991). As a consequence, when irreversibility exists changes in uncertainty may postpone investment decisions and can have a very strong impact on the demand for credit. A high degree of uncertainty about the economic conditions that determine the future returns of investment has prevailed in the Venezuelan economy since the early 1980s. The economy has suffer, for instance, from high and unpredictable inflation, which has been usually matched by high relative price variability and important fluctuations in the terms of trade. Inflation variability was higher in the 1980s than in the 1970s and increased dramatically since 1989 (see figure 4).

The pattern of instability in the terms of trade over time also deserves some comments. Hausmann and Gavin (1996) have argued that a deterioration in the terms of trade or and adverse external shock may increase the number of non-performing loans. The reason is that borrower profitability is affected by these events and this in turn deteriorates the quality of bank assets. As it is clear from figure 5, the Venezuelan economy has experienced recurrent shocks in its terms of trade as a consequence of fluctuations in oil prices. Taken from peak to peak

¹¹Even orthodox revisionists of the financial liberalization position have now recognized that the traditional liberalization prescription needs to take account and pay careful attention to the broader macroeconomic environment (see for instance McKinnon, 1989). While this literature put too much stress on the role that macroeconomic stability has on credibility, we emphasize the channel through which instability affects the confidence and profitability of financial units.

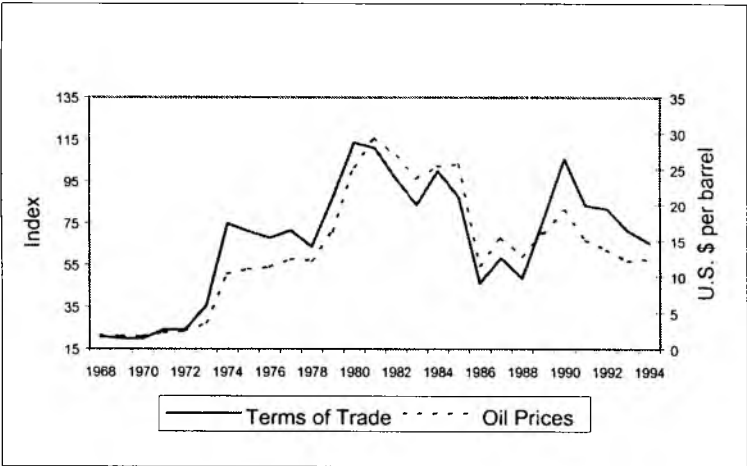
the fluctuations are short but nonperiodic, making decisions risky and affecting the saving-investment dynamics.

Fig.4. Venezuela: Inflation Rate and Inflation Variability



Source: Data from the Venezuelan Central Bank
Note: The measure of inflation variability for each year is the standar desviation of the inflation rate over the past decade

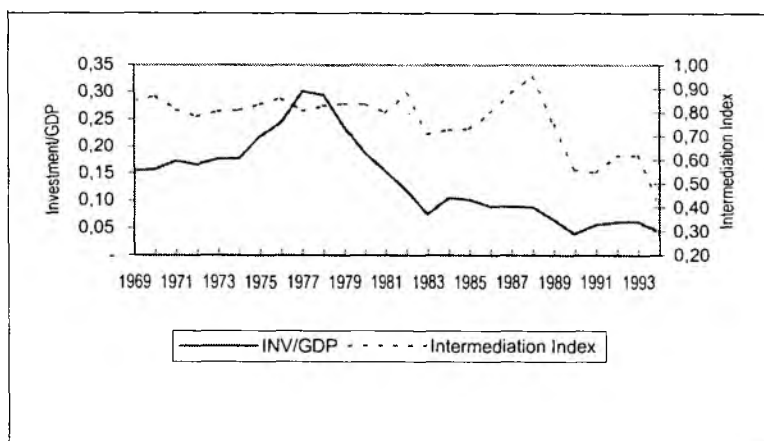
Fig. 5. Terms of Trade and Oil Prices, 1968-1994



A look to the evolution of private investment (as a percentage of GDP) shows an impressive declined from high 30 percent in 1977 to low 6 percent in the

preceding year of the banking failure (see figure 6). Though a slight recovery started to take place in 1991-1992 biennium, as a result of oil-driven expansion, the trend represented a worrisome factor that suggested an increased scrapping in productive loans. Since 1988 a close association between private investment/GDP ratio and the intermediation index (as measured by the ratio of loans to deposits) might have started to indicate the importance of the changing macroeconomic context in the explanation of the functioning the of the financial system. From the discussion above, it appears then likely that the macroeconomic environment was to some extent responsible for the fall in investment and the consequent deterioration in financial intermediation which reached its lowest level (0.57) by the end of 1993.

Fig. 6. Venezuela: Private Investment/GDP Ratio and Intermediation Index, 1969-1994

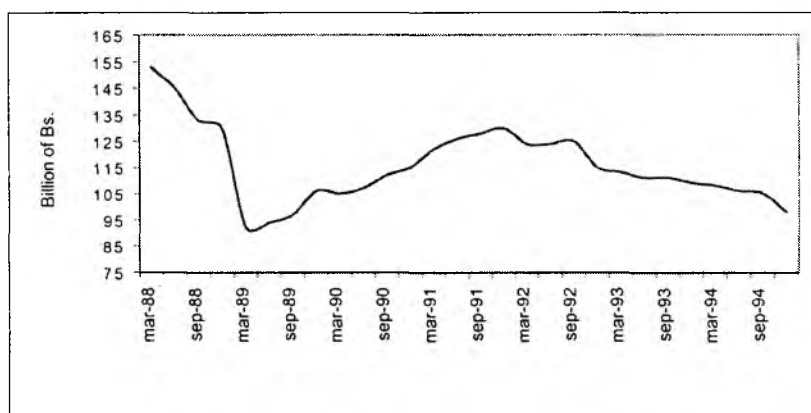


Source: Data from the Central Bank of Venezuela and the Banking Superintendency

Beyond the evolution and trends of macroeconomic aggregates, a high inflation rate combined with an adverse external shock in the context of absolute capital mobility and relatively fixed exchange rate system may increase the fear of devaluations. If authorities resort increasingly to maintaining a fixed exchange rate policy to contain inflationary pressures, a steady decline in real broad money demand will occur and the economy will experience capital flight. Tight monetary policy increases interest rates sharply and this in turn can lead to adverse selection problems (low risk borrowers are driven from the market) and to a gradual increase in losses from nonperforming loans.

If we focus on the playing field of the early 1990s in Venezuela the essence of the arguments mentioned above is reaffirmed by the events. The inflation rate remained high at a 31.9 percent in 1992 (and increased to 45.9 percent in 1993). A week oil market reduced the price of oil from an average 19.1 dollars per barrel in 1990 to 13.7 US\$ in 1992. In addition, the two coup attempts in 1992 generated an environment of political uncertainty. Under such conditions, the demand for real broad money declined very early in 1992 (see figure 7). This led to a fall in bank deposits, notwithstanding the high increase in the borrowing interest rates from 31 percent in 1991 to 35 percent in 1992 and 54 percent in 1993 (Garcia et. al. 1998). In fact, deposits fell by about 11 percent in real terms in 1993 with respect to 1991 (Garcia-Herrero 1997). The level of intermediation started to fall in 1992 and the banking system registered an increase in the ratio of nonperforming loans to total loans from 4 percent in 1991 to 10 percent in 1993 (Garcia-Herrero 1997).

Fig. 7. Venezuela: Quarterly Money Demand ($M2/P$), 1988-1994



In addition to macroeconomic stability, the level of economic activity does affect adequate credit and deposit flows and uncovered the position of financial units. A recession reduces the internal funds to finance investment or to decrease indebtedness of productive borrowers. With this the burden of repayment rises and likelihood of bankruptcy of both borrowers and banks increases. A recession could also form the basis for pessimistic expectations and lead investors to postpone investment until the recovery arrives; this, in turn, may prevent the take off of the credit market and delay the recovery itself. In the case of Venezuela, although the economy grew at an average rate of 2.8 percent between 1989 and 1993, output growth in the year preceding the crises was negative. The drastic change in the outlook after two failed military coups in 1992, and the Supreme Court decision to deliver political power to the Congress

in June 1993, left the feeling that too much reforms within relatively short periods of time may not be endurable given the nature of sociopolitical set-up of the country. As we just mentioned with an unrestricted link between the domestic and the international financial markets, large portfolio adjustment occurred affecting the demand for money and bank's liquidity positions (CBV 1993).

THE INSTITUTIONAL SETTING

Financial institution performance depends crucially of the institutional setting in which it develops. The Venezuelan Banking system was exposed not only to an inadequate supervisory and regulatory framework but also to inadequate incentives.

The Banking Superintendence lacked expertise, qualified human resources and adequate technology to monitor the banks and enforce regulations. Standard accounting practices, risk assessment and classification were not performed effectively. All this reduced the power of the supervisory authorities especially as regards the accuracy of the data reported by banks and the enforcement of existing regulations. Moreover, eclipsed by the tutelage of the Finance Ministry, the Banking Superintendence did not have the power to enforce the law.

Regulations and legislation were also weak in the sense that they allow inadequate capital requirements and inadequate restraints on how financial institutions could invest the funds that were entrusted to them¹². During the 1980s and early 1990s banks did not consolidate their operations in reporting authorities because it was not legally required. This made it difficult to establish limits on lending within financial groups¹³. Financial statements, for instance, did not registered offshore transactions, trading desk operations and other financial transactions that became common by the end of the 1980s. Because of the lack of consolidated supervision, financial groups had clear incentives to divert problem loans or losses to their related affiliates as to avoid limits on bank loan concentration, especially to their off-shore branches since they were not supervised and they were not subject to reserve requirements. In the early 1990s also every bank in the country used to have its own trading desk. Even the Central Bank had its own trading desk as an instrument to control liquidity since 1987. Using their

¹²According to Mata (1996), the changes occurred in banking legislation lowered the solvency requirements over the years. Thus, the limits of the liabilities/capital ratio increased from 8 in 1970 to 20 in the 1975 reform. In addition, the reform of 1988 established capital standards in nominal terms (in a country with already high inflation) and no capital adequacy ratio was use as a guideline for prudential supervision.

¹³Progress was made with the approval of new banking legislation in January 1994. The new legislation introduced consolidated accounting standards for the industry.

trading desk banks were able essentially to attract deposits and make loans without observing even the few regulations that existed in Venezuela at the time.

Moreover, banking operations became practically unique due to the complicated relationships among the banks and the way certain banks manipulated assets both to try to take over other banks and to make their own balance sheets look better. The most notorious example grew out of the battle for Banco de Venezuela. The winner, Banco Consolidado, bled Banco de Venezuela shifting assets and deposits from one to another to salvage Consolidado whose mismanagement and bid for the bank had practically ruined it. The transfer of funds was made through a bank in Curacao in order to avoid detection; a form of kiting that was prevalent throughout the industry.

Incentives for banks not to engage in risk taking were also inadequate. The lack of prudential regulation and supervision in conjunction with the growing importance of financial groups and credit concentration stimulated lending operations to enterprises that the groups already owned or to enterprises with no adequate collateral. The intellectual foundation of the particular legislation that allowed financial groups was undermined by the behavior of banks. Arocha and Rojas (1996) have argued, for instance that specialization within financial groups generated an overexpansion of the banking system and an increase in intermediation costs. In addition, Bello (1986) has observed that the restructuring of banking sector into financial groups shifted the intermediation function of the banking system towards the investor function where the direct acquisition of enterprises (that end up affiliated to the banking matrix) increased the risk of insolvency of the system.

The lack of information regarding the performance and solvency situation of individual banks was an additional problem. The public was virtually impeded to monitor their funds destiny. Moreover, it is well known that a deposit insurance scheme, which is supposed to reduce the probability that the failure of one institution can be spread to other institutions, may reduce private sector monitoring of intermediaries and increase incentives for risk taking (Levine 1996). In the case of Venezuela these moral hazard problems were magnified due to the lack of adequate bank regulation and supervision. The point is that deposit insurance lowers the benefit of maintaining high capital standards to rescue depositors. The banks with access to deposit insurance have incentives to reduce capital/asset ratios. Similarly, banks with insurance deposits have weaker incentives to signal depositors that the bank is maintaining its risk well. Furthermore, banks with deposit insurance have greater incentives to lend to riskier clients. Overall, the combination of greater incentives for banks to assume risk and lower incentives for clients to monitor the behavior of the financial institutions implies that insurance dramatically

augments the need for compensating government actions. These were virtually absent and not compelled by the Banking Superintendence.

Finally, as we have mentioned the signs given by the Central Bank were not right. The Bank had its own trading desk operations since the late 1980s. Also driving short-term operations through the trading desk was the rapid expansion of the Central Bank securities. As we will comment below, this expansion in large part reflected the increase issuance of zero coupon bonds that to some extent became an important component of bank's portfolio depleting investible resources.

BANKING SYSTEM TRENDS

The banking system, which had suffered partially the rigors of the economic crisis of the 1980s, still experienced more severe difficulties just before and after the 1989-reform package was implemented.

Table 1 presents some data relevant to an assessment of banking system trends. In the first column is the percentage of financial revenues over commercial banks total revenues. Except for some minor improvement in 1989, following a sharp drop in 1988, the index was on a downward trend. Banks were relying on substantial non-financial revenue to generate overall profits¹⁴. Indeed the intermediation index as measured by the Central Bank -the ratio of loans to deposits- declined sharply since 1989 (column three). Banks were already involved in a speculative boom that included Central Bank and government securities, trading desk operations, real state, and interbank markets. In fact, official figures indicates the growth rate of bank loans and investments in property shares and much else besides was about 700% between 1988 and 1994 (the economist, 1995). Moreover, since 1989, changes in the proportion of government and Central Bank securities to loans in the portfolio of commercial banks were dramatic (column four). Of course, a look to the capital/asset ratio (the classic solvency index) did not reveal clearly the trend toward fragile finance even though the index was well below international standards. This index does not take into account a risk weighted sum of assets and off-balance sheet exposure either¹⁵.

¹⁴Mujica (1995) points out that the low rate of growth of banks' financial revenues between 1987 and 1993 can be attributed to the negative growth rate of productive assets.

¹⁵In 1988 the Basle Committee established an universal rule where the minimum capital-asset ratio should gravitate around 8% for the year 1992. However, regarding the issue of capital standards it is important to raise two comments: First, as we mentioned before, the banking Law of 1988 established capital standards in nominal terms and no capital-asset

Table 1. Venezuela: Commercial Banks Selected Indicators, 1985-1993

Year	Percentage of Financial Revenues (1)	Percentage of Non-financial Revenues (2)	Intermediation Index (3)	Percentage of Government Securities to Loans (4)	Capital Adequacy Index (5)
1985	88.51%	11.49%	0.75	12.98%	5.2%
1986	91.53%	8.37%	0.81	12.48%	5.2%
1987	90.11%	9.89%	0.89	10.07%	5.2%
1988	84.81%	15.19%	0.96	6.77%	5.5%
1989	87.26%	12.74%	0.77	10.23%	5.8%
1990	85.14%	14.86%	0.57	27.64%	5.4%
1991	78.34%	21.66%	0.60	21.58%	5.4%
1992	75.54%	24.46%	0.63	17.91%	6.4%
1993	73.83%	26.17%	0.57	26.84%	7.2%

Sources: Col. (1) and (2): own calculations from Banking Balance Sheets; Col (3) and (4): Venezuelan Central Bank, Annual Economic Reports, 1986-1994; Col. (5): Data from the Banking Association

It is clear from above, that in the analysis of financial system trends in Venezuela what matter most is the composition of financial aggregates more than financial aggregates themselves. The figures reveal that the Venezuelan economy had a banking system in which normal functioning depended upon money-market instruments being available for position making. In Minsky's (1986) terminology government and Central Bank securities, for instance, were position-making instruments in the sense that they allowed banks to arrange their assets structure so that they always had assets that could be used to force cash to flow toward them. The problem is that when these instruments are used in position-making, banks substitute one asset (business loans) for another (government and Central Bank securities)¹⁶.

As a result of the important increase of money-market instruments and the high interest rates, a substitution of checking account deposits for saving and

ratio was used as a guideline for prudential supervision. Second as Garcia, Rodriguez and Salvato (1998) have pointed out, in economies where there is a high degree of money and financial instability, the Basle standards can be insufficient. The Basle criteria has been developed for industrial countries with more stable economies and less sensible to external shocks.

¹⁶We have just argued, however, that the fall of bank lending can also be attributed to the decline in the demand for bank loans due, in part, to the unstable and sluggish macroeconomic environment.

time deposits took place by the end of 1993 (see table 2). In addition, mayor changes occurred in the evolution of lending and cash, and reserves. The high interest rates that prevailed since financial liberalization and the economic recession increase the amount of nonperforming loans and substantially reduce the amount of credit to the private sector. This was reflected in large quantities of excess reserves on banks' balance sheets which were use either to buy central bank and government paper or to increase reserves. In Table 2, which presents a facet of the commercial banks' balance sheets, we may observe how equity investment increased from 5.3 percent of total assets in 1988 to 13.6 percent in 1993. On the other hand, cash and reserves steadily increased from 19.7 percent to 30.1 in 1993.

Table2: Venezuela - Commercial Banks' Balance Shee
(as a percentage of total assets)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Assets	100	100	100	100	100	100
Cash and Reserves	19.7	24.7	26.9	3.2	30.8	30.1
Loans	59	53.9	44.6	45.1	49.7	43.6
Equity Investments	5.3	7.0	14.2	11.6	8.9	13.6
Fixed Assets	2.4	3.1	3.0	2.9	3.4	4.0
Other Assets	13.1	10.7	10.8	8.6	6.5	7.5
Liabilities	94.5	94.2	94.7	94.5	93.5	92.8
Checking Deposits	32.3	28.3	26.7	29.5	26.1	23.5
Saving and Time Deposits	55.8	58.8	61.8	60.1	61.6	62.6
Other Liabilities	6.4	7.0	6.1	4.9	5.8	6.7
Net Worth	5.5	5.8	5.3	5.4	6.5	7.2

Source: Garcia, Rodriguez and Salvato (1998)

The marked changes between the time structure deposits surely affected the liquidity position of banks. In fact, we see the high spread between bank's interest on loans and their cost of funds during the previous years to the financial collapse as a way of forcing a cash flow in their favor to make position¹⁷. Table 3 shows the increase in spreads as the 1994 financial collapse approached. Real interest rates became also positive once financial liberalization was put in place, but they exploded in 1993 once financial disorder was imminent. This recurrent behavior of real interest rates in countries where financial liberalization takes place raises an important question in thinking about the causes of this phenomenon. In reference to the case of Argentina, for instance, Fernandez (1983) describes how banks refrained to change bad assets for losses and

¹⁷Of course, this is not the only explanation for high spreads. High spreads can be the result of high degree of oligopoly power in the provision of bank services or the result of high intermediation costs.

instead preferred to raise interest rates and deposits in order to protect their cash flow.

Table 3: Venezuela - Interest Rates of Commercial Banks
(annualized quarterly rates). 1986-1993

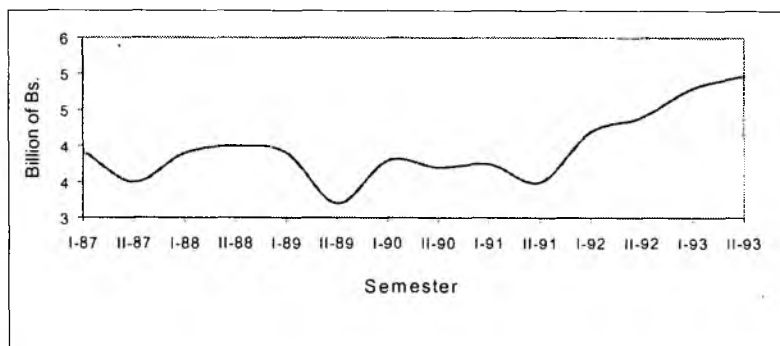
Quarters	Nominal Interest Rates		Spread	Real Interest Rate
	Average Borrowing Rate	Average Lending Rate		
1986-I	8.44	13.66	5.22	3.33
1986-II	8.41	13.75	5.34	5.20
1986-III	8.43	13.72	5.29	-16.72
1986-IV	8.40	13.70	5.30	-21.81
1987-I	8.36	13.62	5.26	-23.98
1987-II	8.38	13.69	5.31	-15.72
1987-III	8.36	13.59	5.23	-12.65
1987-IV	8.35	13.68	5.33	-14.33
1988-I	8.30	13.62	5.32	-22.81
1988-II	8.36	13.69	5.33	-49.79
1988-III	8.33	13.76	5.43	-64.58
1988-IV	8.37	13.77	5.4	-63.33
1989-I	25.31	31.99	6.68	-37.32
1989-II	39.39	44.57	5.18	-3.76
1989-III	35.52	45.95	10.43	7.53
1989-IV	36.41	49.57	13.16	7.77
1990-I	35.33	49.62	14.29	3.79
1990-II	25.81	38.76	12.95	-5.43
1990-III	33.82	49.55	15.73	3.44
1990-IV	25.08	34.52	9.44	-4.08
1991-I	32.24	42.62	10.38	4.90
1991-II	34.51	46.30	11.79	6.83
1991-III	33.36	47.75	14.39	5.21
1991-IV	30.60	47.08	16.48	1.49
1992-I	34.49	46.51	12.02	6.49
1992-II	36.53	50.20	13.67	6.76
1992-III	35.12	47.30	12.18	4.07
1992-IV	50.01	67.51	17.5	17.7
1993-I	54.10	72.38	18.28	15.67
1993-II	60.68	85.59	24.91	21.13
1993-III	59.18	84.35	25.17	10.91
1993-IV	67.66	56.51	17.53	13.40

Source: Central Bank of Venezuela, Annual Economic Reports and owned calculations

Another complementary hypothesis for explaining the extravagant spread focus on the high intermediation costs that resulted from the constitution of specialized financial institutions and the entrance of new banks after the liberalization attempt. Between 1988 and 1994, when widespread signs of distress and speculation and fraud increased notoriously, regulators authorized the entrance of 15 new banks (which accounted by the year of the crisis about 30% of the total number of commercial banks). The problem is that lenders are

likely to be affected by the increased competitive pressures unleashed by financial liberalization. As Grabel (1996) has pointed out, in the context of entrance and new competition a financial institution that does not validate the new speculative activities may face slow growth of its capital base and a loss of market share. Thus, financial institutions are compelled to finance projects that might be unacceptable in a less competitive climate. In the advent of more competition, a lack of experience, of qualified human resources and technology can push the banks towards higher intermediation costs. Figure 8 shows how transformation costs (in real terms) substantially increase since the early 1990. In fact, Garcia et.al. (1998) have pointed out that since 1988 the high transformation costs could not be covered by ordinary financial revenues, a situation that made the operational margin/net worth ratio negative (even in nominal terms).

Fig.8. Comercial Banks' Operational Costs (in real terms)



POLICY MALPRACTICE

We have emphasized concerns over the macroeconomic and institutional context to elucidate the causes and development of the Venezuelan financial crisis. However, policy mistakes as represented by the uncritical proliberalization perspective that prevailed in the country after 1989, precipitated the banking crisis. In 1989 as a result of deregulation, interest rates on loans increased from 14.63 in February to 27.60 in March, and averaged 35.28% over the year. High interest rates severely weakened the financial position of firms already affected by the recessive bias of the stabilization program. In 1989 the level of non-performing loans of commercial banks increased 103.9 percent in comparison to 1988 (BCV 1989). High interest rates may also alter the riskiness of the pool of borrowers and banks may react restricting credit (Mankiw 1986), and firms will be unable to finance investment. In the aggregate, reduced investment forces cash

flow down, limits the ability of firms to service debt, and validates the banker's original decision to tighten credit.

Cash flows and firm's ability to service debt also declined as a consequence of the severe downturn that the Venezuelan economy suffered immediately after the IMF/World Bank program was implemented. Tight monetary and fiscal policy contributed to the downturn. The Central Government fiscal deficit as a proportion of GDP was reduced from 6.1 % in 1988 to 1 % in 1989 as a result of drastic cuts in government spending. In addition, under the advice of IMF staff the Central Bank, in an attempt to restrict liquidity, initiated its open markets operations by the end of 1989¹⁸. In 1989 the economy contracted by as much as 10 %. Further, the hostile climate toward reforms and the bloody riots of February 1989 (a tested endogenous response to orthodox packages) provoked attrition within the private sector.

Similar reasoning applies to the trade liberalization and price realignments occurred during the reforms. In reference to the Venezuelan case, Hausmann and Gavin (1995) have pointed out that the 1989 import liberalization and relative price realignments led to severe insolvency in some productive sectors, which in turn had a negative impact in bank's balance sheets. This argument received also close scrutiny in the literature of financial debacles in other Latin American countries. Fernandez (1983), for instance, stresses the role that trade liberalization and exchange rate overvaluation had in the wave of bankruptcies that occurred in Argentina before the financial collapse. Schneider (1985) arrives at quite similar causal relationship for the case of Chile. Accordingly, imports penetration brought about by trade liberalization and exchange rate overvaluation made many firms in the productive sector very fragile with an important part of the loans of financial institutions becoming nonperforming.

During 1990 and in line with the financial reform process, the Central Bank actively used its own securities (the zero coupon bonds) as a mechanism of monetary absorption. In fact, the Central Bank bonds became the fundamental instrument of monetary control since the discount rate was adjusted passively to keep in line with market lending rates and reserve requirements were seen only as a way of complementing the absorption of liquidity. But, in August 1990, the Gulf crisis disrupted global oil markets and Venezuela benefited from a favorable external shock. The new oil windfall was monetized and expansionary fiscal policy followed. The country also experienced an euphoric flow of capital into the

¹⁸Mata (1996) refers to the existence of a confidential inform (the Lindgren inform) where the IMF recommended the use of Central Bank securities.

nation's financial markets (common following liberalization). Forced by the expansionary fiscal orientation and the inflows of capital, the Central Bank intensified its restrictive monetary actions by increasing the use of zero coupon bonds. Table 8.4 provides overall figures on the total issuance of zero coupon bonds since the Central Bank began to issue these instruments in November 1989 until December 1994, a year after the financial crisis exploded.

Table 4: Venezuela - Zero Coupon Bonds, Average Yields and Money Base, 1989-1994 (Million of Bs.)

Year	Zero Coupon Bonds (ZCB): Amount Issued	Average Yield (%)	Interest Payments on ZCB	Money Base	Interest Payments/Money Base
1989	4,390	43.82	1,924	98,560	0.01
1990	242,363	33.55	81,312	179,697	0.45
1991	571,962	34.79	198,985	330,444	0.60
1992	335,069	38.82	130,073	382,310	0.34
1993	407,992	52.11	212,604	422,695	0.50
1994	2,263,806	47.98	1,086,174	698,839	1.55

Source: Central Bank of Venezuela, Annual Economic Reports, 1989-1994, and own calculations

The total issuance of zero coupon bonds more than doubled between 1990 and 1991 and the proportion of interest payments to the money base averaged 0.47. As far as the banking system was concerned, the timing could not have been better. Banks became the main beneficiaries of tight monetary policy by shifting very rapidly the composition of their portfolios toward Central Bank bonds. Neither government authorities nor IMF technical staff worried about the consequences that this trend had for the banking industry and the real economy¹⁹. Questions remained and still remain, however, regarding the consequences of this portfolio shift in banks assets, and regarding the sustainability of this trend.

It is important to note that interest rates depended greatly on the zero coupon bonds interest rate since open market operations practically substituted discount window transactions. It was through this avenue that interest rate policy was conducted. Therefore, the supply of zero coupon bonds, entirely controlled by the Central Bank, partially determined the price and yields of bonds and indirectly the high (nominal and real) interest rates that prevailed during 1989-1993. These high interest rates made it difficult for borrowers to repay their typically variable-rate loans driving out profitable investment. Problems in the banks did not

¹⁹Even after the crisis IMF Technical staff still believed that the continuing shift in the composition of credit toward claims on the public sector reduced default risk (IMF 1996, p. 12).

became visible but motivated speculative activity that weakened the banks further.

THE COLLAPSE AND THE COSTS OF THE CRISES

President Pérez was finally impeached for misuse of government funds in May 1993. Since then an interim government headed by Ramón Velázquez pay extreme attention to the restoration of the political stability climate virtually lost during Pérez's administration. However, the economic crisis followed on a grand a durable scale. The fall in oil revenues exacerbated the fiscal deficit and promote major inflationary tensions in an environment already plagued of exchange rate instability and uncertainty about the future orientation of economic policy that would follow the presidential elections of 1993. By the end of the year interest rates has risen so high that they not only put borrowers at risk but - because interest rate increases push up loan default rates- imperiled lenders as well.

The financial crisis manifest itself in January 1994 when the Board of the Banking Superintendency decided to intervene Banco Latino, by then the country's second-largest bank²⁰. Banco Latino depositors started withdrawing their money from the bank as early as October 1993. By the end of 1993 the bank was already engage in a sophisticated Ponzi scheme and a third of the deposits had fled. While interest rates associated with the country's high inflation made other banks offer a 50 % rate, Banco Latino along with other banks were paying 80-100 % on deposits. They just needed to raise their cash flow. The collapse and subsequent closure of the bank led to an extended panic among depositors and to a series of runs on banks whose reputation were highly dubious. Most of these banks had gone into a variety of unorthodox schemes and investments. The avenues included, Venezuelan debt, zero coupon bonds, real state, the stock market as well as direct loans to the front companies connected with them.

²⁰In 1984 the bank was the country's sixth-largest. After president Pérez appointed Banco Latino Chairman, Pedro Tinoco, as head of the Venezuelan Central Bank, it took off. By the time Banco Latino was in tatters, it had jumped to the number two spot, with full scale branches in Miami, Curacao and Bogota. It was even planning on opening a branch in Paris. Indeed, if the off-balance-sheet items that boosted its losses were included, Banco Latino was actually the nation's largest bank. The bank began to raise its profile as the dominant trader of Venezuelan debt swaps made possible by the 1989 IMF/World Bank agreement.

The new government that took office in February 1994 had the unenviable task of picking up the pieces left by the banking industry failure. One of the huge problems that the government had to face was that FOGADE (the deposit insurance fund) had a third of its cash deposits at Banco Latino, and Pension Funds for both military and oil industry were housed there as well²¹. All were bailed out.

The strategy of remaining the bank closed for about four months proved to be wrong and costly. Panic was widespread since depositors remained uncertain about their funds destiny. The increasing loss of confidence in the financial system and the lack of a coherent plan to face the crises led to severe monetary disorder. A remarkable fall in the demand for money and an increasing capital flight led to a severe loss of international reserves. There were fears of exchange control, devaluation and partial freezing of bank deposits. Between December 1993 and March 1994 (in just three months) international reserves fell by \$ 2,060 million. By end-March seven banks and a financial company were virtually excluded from the overnight interbank market. Runs also affected the trading desks and off-shore operations of these banks, especially after it became known that there were large amounts of hidden off-balance sheet deposits and virtually no asset coverage. FOGADE continue to assist these banks without compelling them to adopt a restructuring plan. The government and the Central Bank did not take any action until the end of April when the crawling peg system had collapsed and was replaced by a floating exchange rate regime. A strong devaluation followed the announcement. In May 1994 a foreign exchange auction system replaced the floating system, but the decision to intervene eight important financial institutions introduced additional pressures in the exchange market. Finally, after a huge loss of reserves (about \$ 3,600 million), the government decided to put forward an exchange control (by the end of July)²².

In early June, the CBV had decided to stop lending to FOGADE and the eight distressed financial institutions with about 21 percent of total deposits had to be intervened. With the intervention and control of this eight major financial institutions in June 14, regulatory authorities had to admit publicly that many banks were distressed and that the crises was of systemic nature²³. Since January massive

²¹Even the U.S. embassy had an account at Banco Latino.

²²In retrospect, it can be stated that the mode and pace of exchange rate reforms progressed in leaps and bounds, mostly following pragmatic on-site solutions to the emerging problems.

²³Among the institutions affected by this second wave of failures and intervened in June were 7 commercial banks: Banco Barinas, Banco Amazonas, Bancor, Banco La Guaira, Banco de Maracaibo, Banco Construcción, Banco Metropolitano; and a financial society: Fiveca.

sums of money had been needed to keep these banks afloat. In six months both the Central Bank and the FOGADE channeled about \$ 3,000 million to these banks. An enormous effort that in practice represented little or no change in the solvency position of distressed banks. The government did not intervene earlier due to the wrong belief that FOGADE had the situation under full control. In reality, the position of FOGADE was extremely weak. In some cases the sum of the rescue operations were well above the amount of deposits, and the estimated losses many times above the net worth of the banks (see Table 5). The fragile institutional framework to deal with the crises led to the creation of the Financial Emergency Board (FEB), a high ranking executive body composed of the minister of finance, the governor of the central bank and three other high ranking officials.

Table 5: Venezuela - Rescue Operations and Estimated Losses of Distressed Banks of the First and Second Wave, (Million of Bs)

	<i>Deposits</i>	<i>Rescue Operations</i>	<i>Rescue Operations' Deposits</i>	<i>Net Worth</i>	<i>Estimated Losses</i>	<i>Net Worth' Estimated Losses</i>
Banco Latino	144,928	280,000	1.93	10,315	131,000	12.7
Banco de Maracaibo	121,417	98,900	0.81	10,481	75,567	7.2
Banco Construcción	51,332	85,550	1.66	5,127	74,000	14.4
Banco La Guaira	27,781	41,120	1.48	4,402	33,000	7.5
Banco Metropolitano	52,887	83,050	1.57	4,598	78,904	17.2
Bancor	23,053	16,975	0.73	1,963	8,607	4.4
Banco Barinas	18,570	22,110	1.19	1,253	15,747	12.6
Banco Amazonas	4,337	2,120	0.48	658	1,029	1.6
Total	444,306	629,825	1.41	38,797	417,856	10.8

Source: Veneconomía (1994), Vol. 11, No. 4

The Emergency Board started to work in a situation where no integral diagnosis of the crises existed, no study of the solvency and liquidity positions of the remaining banks had been made, and no consolidated balance sheets of the financial institutions existed. Moreover, the authorities' frequently contradictory statements regarding the health of the banking system and the lack of a comprehensive and consistent policy to deal with bank problems undermined the impact of official actions on public opinions.

Problems in other banks became visible very rapidly. In July the FEB discovered that three more banks were in a fragile position (Banco de Venezuela, Banco Consolidado and Banco Andino). The FEB decided not to rescue these banks but to remove their board of directors and intervene directly.

In August, Banco de Venezuela came under State control. Later additions were Banco Consolidado in September, and Banco Progreso and Banco Republica in December. Three more banks were closed down in February 1995: Banco Principal, Banco Italo and Banco Profesional. Later on, in August 1995, Banco Empresarial was intervened. The deposits held at closed banks were shifted to nationalized banks. However, there were delays in supplying the recipient banks with counterpart earning assets and FOGADE provided the banks with bonds amounting to about 80 percent of the deposits transferred only in December 1995.

The cost of the Venezuelan banking collapsed was spectacular. Between January 1994 and August 1995 17 financial institutions failed. These institutions amounted 60 percent of the assets of the financial system and more than 50 percent of the deposits. Conservative figures by the Central Bank estimated in U.S. \$ 4,700 million the amount of financial assistance to the banks (Casas 1996), about 9.24 % of GDP. IMF figures indicate that the overall assistance to banks amounted to 13 percent of GDP in 1994 and 4 percent of GDP in 1995. But careful estimations by Garcia et. al. (1998) indicate that the assistance provided by the authorities to banks in difficulty, either directly or through FOGADE, amounted 20 % of GDP. Indirect costs mounted in the form of rapidly growing interest payments arising from the steep increase in domestic debt issued to fund the transfers to banks. By the end of June 1995 the increase in total indebtedness of FOGADE with the Central Bank had amounted nearly Bs. 1.2 billion (18% of GDP). Central Bank losses increase due to the sharp increase in open market operations to restrict liquidity.

Table 6. Venezuela:
Selected Indicators Before and During the Financial Crisis

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>GDP (growth rate)</i>	5.8	-8.6	6.5	9.7	6.1	0.3	-2.8	2.2
Oil Sector	8.3	-0.3	13.9	10.2	-1.2	7.1	4.6	6.0
Non-oil Sector	5.7	-9.4	4.6	8.5	8.1	-1.5	-4.9	1.0
Inflation Rate (based on CPI)	29.4	84.4	40.6	34.2	31.9	45.9	70.8	56.6
Overall Public Sector Balance (% of GDP) ¹	-11.9	-1.3	-0.5	0.6	-5.8	-2.4	-14.1	-6.0
<i>Gross Domestic Investment</i> (% of GDP)	21.4	11.1	9.6	15.8	23.7	18.8	13.2	15.9
Private Sector	12.5	3.1	-0.1	5.5	8.9	8.5	6.6	5.9
Public Sector	8.9	7.9	9.7	10.2	12.2	10.8	9.2	9.3
Change in Inventories	4.0	-3.0	-2.8	0.3	2.0	-0.4	-2.5	1.8
Unemployment Rate	8.3	9.5	9.8	8.7	7.8	6.7	8.7	10.3
Overall Balance of Payments (in billions of US dollars)	7.8	-3.1	-2.8	0.3	-1.2	-0.5	-1.4	-1.1

¹Excluding revenue from Privatization

Source: Central Bank of Venezuela, Central Budget Office, and Ministry of Finance

Time after the crises started, the financial system sharply restricted its credit activity. The intermediation index reduced from 57.8 % in 1993 to 36.9 % in 1994. As government assistance to ailing banks mounted during the year, the fiscal deficit ballooned. In fact, the overall public sector deficit increased to 14.1 percent of GDP in 1994. Table 8.6 shows us how macroeconomic performance was affected as the crises unfold. For the year 1994 as a whole, inflation rose to 70 percent (from 46 percent in 1993), GDP fell by 2.8 percent, gross domestic investment as a percentage of GDP fell from 18.8 in 1993 to 13.2 in 1994 and the unemployment rate increased from 6.7 percent in 1993 to 8.7 in 1994.

CONCLUSIONS

The Venezuelan financial system was able to sustain its development relatively well in spite of the climate of financial repression, lack of foreign competition and government direct intervention in financial intermediation that prevailed during the late 1960s and 1970s. Banks adaptability to the changing external conditions and the growing economic disarray was characteristic of the 1980s, but by 1988 symptoms of vulnerability already existed. There is some truth in the explanation of the financial crisis as a failure of prudential regulation and institutional incentives. In fact, this is the case of Venezuela. But the role played by macroeconomic factors can not be denied. In this respect we have argued that the degree of uncertainty has a strong impact on the credit market and that uncertainty in developing countries, as in the case of Venezuela, is not only driven by the political turmoil but by key macroeconomic elements; namely: inflation variability and external shocks. In addition, the recessive trend of the Venezuelan economy may have increased non-performing loans and the demand for credit by reducing profitability and inducing pessimistic expectations.

The best example of how policy malpractice may precipitate a financial crash can be found in the process of economic reforms that took shape in Venezuela after 1989. We have showed how conflicts may arise between different aspects of the reforms programs. The liberalization of interest rates affects negatively the financial structures of the economy because it increases cash commitments relative to cash receipts and influences lenders to restrict credit. Speculation goes together with deteriorating balance sheets to pave the way for a crash. Evidence shows that banks developed a wide variety of money market instruments to make position and that non-financial revenues as a proportion of total revenues increased dangerously. Tight monetary and fiscal policy may affect negatively intermediation by aggravating the downturn. Moreover, if tight monetary policy is conducted through open market operations, as in the case of Venezuela, banks may substitute productive investment loans for government and Central Bank securities. In sum, savings flows have no natural outlet into

capital formation. The situation worsens if expansionary fiscal policy follows the downturn and if the Bank insists in restrict liquidity by using its own bonds. Finally, as showed by the southern cone experience, trade liberalization and price realignment impact negatively bank's balance sheet if some productive sectors become insolvent.

With due care to avoid facile country comparisons, the situation and the events leading up to the financial crisis in Venezuela and other Latin American countries make an interesting case of study where similarities are more than casual. In these countries the structural conformation of the financial system was fostered by a state-base model of accumulation and strict government intervention. All these countries found themselves in delicate transitions toward reform. They carried out a process of reforms in an unstable macroeconomic context, and the financial deregulation was initiated in an environment of poor prudential regulation and supervision. In that sense Latin American financial crisis experiences illustrate the problem of pursuing reform without sufficient attention to macroeconomic and institutional variables. Financial liberalization led participants to focus on speculation and fraud rather than conventional intermediation. At the end the costs of the crises have been imponderable and the taxpayers have ended up with bills totaling tens of percent of GDP to put the financial system back together.

APPENDIX: RECESION, HIGH INTEREST RATES AND INSTABILITY

This appendix derives a linkage between a fall in economic activity and the explosive behavior of interest rates. We will also show, within the context of a simple equilibrium framework with credit and goods markets, how high interest rates when combined with low output levels can lead the economy towards an unstable path. In order to make the presentation simple, we will assume that the price level is constant and normalized to unit. Hence no distinction can be made between nominal and real variables. Consider then a Kalecki-Steindl investment function as reproduced by Dutt (1990).

$$I = \beta_0 + \beta_1 r \quad (1)$$

where private investment, I , is sensitive to autonomous changes guided by unexpected and unpredictable events, and by changes in the effective profit rate, r .

If market imperfections prevail in the goods market and the mark-up remains constant, following Taylor (1983), the profit rate will respond to changes in the level of economic activity according to the following equation

$$r = \frac{\tau}{(1 + \tau)} \frac{Y}{K} \quad (2)$$

where τ represents the mark-up on unit costs, K is the given stock of capital, and Y represents the output level of the economy. We may call ϕ the average variable costs, and p the price level of the economy, then we may obtain r by substituting a price level equation $p = (1 + \tau)\phi$ into the profit rate equation $r = (pY - \phi Y)/pK$.

At the firm level the demand for loans, L , equals the sum of corporate debt inherited from the past and the financing gap. We implicitly assume away the amount financed by internal funds.

$$L_t = L_{t-1} + l_t \quad (3)$$

From the balance sheet of the financial system we know that

$$E = L + Q - R \quad (4)$$

that is, net worth, E , is equal to assets (credits, L , and reserves, Q) minus liabilities, R . If for simplicity we assume that the required reserve ratio and excess reserves are zero, then the change in net worth over time dE/dt gives

$$\frac{dE}{dt} = iL - i_R R \quad (5)$$

where i and i_R are the rate that banks charge for loans and the weighted deposit rate, respectively.

Proposition 1. If banks react to a fall in the return on assets by increasing the deposit rate, then the increase in the deposit rate will in turn increase the cash flow needs of the banks and the system will exhibit an unstable and explosive path.

Proof of Proposition 1. Suppose that the demand for deposits depends positively on the deposit interest rate as shown in expression (6).

$$R = R(i_R); \quad \frac{dR}{di_R} > 0 \quad (6)$$

Then a change in the liability side of the balance sheet should be associated with a change in the deposit rate. In that case the time variation of net worth is given by

$$\frac{dE}{dt} = -\frac{dR}{di_R} \frac{di_r}{dt} \quad (7)$$

Combining (7) and (5) we may obtain the time path of the deposit interest rate as

$$\frac{di_R}{dt} = \frac{-iL + i_R R}{(dR / di_R)} \quad (8)$$

Substituting now (2) into (1) and the result into (3) we get

$$L = L_{t-1} + \beta_0 + \beta_1 \frac{\tau Y}{(1 + \tau)K} \quad (9)$$

which indicates that the demand for loans will depend on the output level of the economy. Substituting (9) into (8) the time path of the deposit rate yields

$$\frac{di_R}{dt} = \frac{-\left[L_{t-1} + \beta_0 + \beta_1 \frac{\tau Y}{(1 + \tau)K}\right]i}{(dR / di_R)} + \frac{Ri_R}{(dR / di_R)} \quad (10)$$

(10) is a first order linear differential equation. The positive sign of dR/di_R makes for dynamic instability and the time path will diverge from equilibrium.

Let us assume now that the bank chooses a deposit rate, and individuals then choose a level of deposits equivalent to the supply of loanable loans. Consequently, the credit market supply of loanable loans can be expressed as

$$R = L \quad \text{ó} \quad (11)$$

$$\delta(i)Y = L(Y); \quad (11^a)$$

$$0 < \delta < 1; \quad d\delta/di > 0; \quad dL/dY > 0$$

We should point out some additional assumptions in (11^a): (a) the supply of loanable funds is a function of income (as a proxy of wealth), (b) by increasing the proportion of income that goes to saving, the relation between the supply of loanable funds and the interest rate is positive and (c) the demand for loans increases with higher income (as we assumed previously).

In the goods market (following Balanchard and Fischer 1989) we assume that adjustment of output to movements in demand takes time. Namely, we assume that

$$\frac{dY}{dt} = \varphi(Y, i) \quad (12)$$

$$\varphi_Y < 0 \text{ y } \varphi_i < 0$$

Note that $\varphi_Y < 0$ follows from the assumption that the marginal propensity to absorb is lower than one, and $\varphi_i < 0$ represents the contractionary effect of higher interest rates brought about by higher cost of financing working capital and investment (we do not follow the conventional assumption that higher interest rates reduces investment).

The goods market and credit market equilibrium allow the following proposition:

Proposition 2. The dynamic behavior (over time) of the system that represents equilibrium in both markets yields a saddle point.

Proof of Proposition 2. By differentiating (11^a) with respect to time we obtain

$$\frac{d\delta}{di} \frac{di}{dt} Y + \frac{dY}{dt} \delta(i) = \frac{dL}{dY} \frac{dY}{dt} \quad (13)$$

and rearranging

$$\frac{di}{dt} = \frac{[dL/dY - \delta(i)]dY/dt}{(d\delta/di)Y} \quad (14)$$

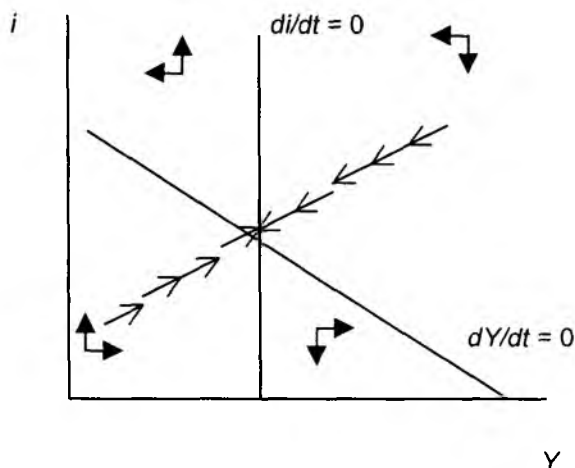
Equations (12) y (14) represent a first order differential equation system in the variables interest rate, i , and income, Y . In steady state conditions, $dY/dt = 0$

and $di/dt = 0$. Moreover, the rule of the implicit function gives us a modified equation (12)

$$\frac{di}{dY} \Big|_{\frac{dY}{dt}=0} = -\frac{\varphi_Y}{\varphi_i} < 0$$

which indicate that the equilibrium in the goods market will exhibit a downward sloping schedule in the i - Y space. From the $di/dt = 0$ locus in (14) is relatively easy to determine a vertical equilibrium function in the credit market (in the i - Y space). Figure 9 shows the two loci on which i and Y , respectively, are not changing.

Fig.9. Phase Diagram



The system is stable in some directions and unstable in others (it yields a saddle point equilibrium). Initial positions that show very high interest rates (above equilibrium) combined with very low income levels (below the equilibrium level) will exhibit instability.

BIBLIOGRAPHY REFERENCE

- Arocha, M. and E. Rojas (1996), "La Crisis Bancaria en Venezuela: Antecedentes, Desarrollo e Implicaciones", *Monetaria*, Vol. 19, No. 2.
- Bernanke, B. (1983), "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, No. 4.

Casas, A. (1996), "Experiencia Venezolana en el Manejo de la Crisis Financiera", *Revista BCV*, Vol. 10, Caracas.

Central Bank of Venezuela (1994) *Annual Economic Report*, CBV, Caracas.

— (1993) *Annual Economic Report*, CBV, Caracas.

— (1992) *Annual Economic Report*, CBV, Caracas.

— (1991) *Annual Economic Report*, CBV, Caracas.

— (1990) *Annual Economic Report*, CBV, Caracas.

— (1989) *Annual Economic Report*, CBV, Caracas.

— (1988) *Annual Economic Report*, CBV, Caracas.

Dermiguc-Kunt, A. and E. Detragiache (1998), *Financial Liberalization and Financial Fragility*, presented at the April 1998 Annual Bank Conference on Development Economics, The World Bank.

Diaz-Alejandro, C. (1985), "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19.

— "El Banco Latino Sale A Flote" (1994), *VenEconomía*, Vol. 11, No. 4.

Fernandez, R. (1983), "La Crisis Financiera Argentina: 1980-1982", *Desarrollo Económico*, Vol. 23, No. 89.

Garcia, G., Rodriguez, R. and S. Salvato (1998), *Lecciones de la Crisis bancaria en Venezuela*, Ediciones IESA, Caracas.

García-Herrero, A. (1997), *Banking Crisis in Latin America in the 1990s: Lessons from Argentina, Paraguay, and Venezuela*, IMF Working Paper, WP/97/140, Washington, D.C.

Grabel, I. (1996), "Financial Markets and the State and Economic Development", *International Papers in Political Economy*, Vol. 3, No. 1.

Hausmann, R. (1990), *Shocks Externos y Ajuste Macroeconómico*, Banco Central de Venezuela, Caracas.

Hausmann, R. and M. Gavin (1995), *The Roots of the Banking Crises: The Macroeconomic Context*, (Washington: Inter-American Development Bank).

- Held, G. (1992), *Desarrollo del Sector Financiero, Liberalización y Complementación Financiera*, Mimeo.
- International Monetary Fund (1996), *Venezuela: Recent Economic Developments*, Country Report No. 96/87, IMF, Washington, D.C.
- Levine, R. (1996), "Financial Sector Policies: Analytical Framework and Research Agenda", in Niels, H. And R. Lensink, *Financial Development and Economic Growth*, London: Routledge.
- Lewis, P. and H. Stein (1997), "Shifting Fortunes: The Political Economy of Financial Liberalization in Nigeria", *World Development*, Vol. 25, No. 1.
- Mankiw, G. (1986), "The Allocation of Credit and Financial Collapse", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CI, No. 3.
- Mata, L. (1996), "Banca y Crisis Económica en Venezuela", *Nueva Economía*, Vol. 5, No. 6.
- McKinnon, R. (1993), *The Order of Financial Liberalization*, Baltimore: John Hopkins Press.
- (1989), "Macroeconomic Instability and Moral Hazard in Banking in a Liberalizing Economy", in Brock, P., Connolly, M. and Gonzalez-Vega, C. (eds) *Latin American Debt and Adjustment*, New York: Praeger.
- Minsky, H. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven.
- Mujica, A. (1995), "Liberalización Financiera y Crisis Bancaria", *Revista de Ciencias Sociales*, Vol. 1, No. 2.
- Pindyck, R. (1991), "Irreversibility, Uncertainty, and Investment", *Journal of Economic Literature*, Vol. 29, No. 3.
- Schneider, A. (1985), "La Crisis Financiera Chilena", *Trimestre Económico*, No. 208.
- Stiglitz, J. (1998), *Sound Finance and Sustainable Development*, Mimeo, The World Bank.
- "Venezuelan Banks: From bad to worse" (1995), *The Economist*, March 25.
- Zambrano, L., Riutfort, M., Muñoz, R. and J.C. Guevara (1996), "Elasticidad Sustitución, Términos de Intercambio y Restricciones de Liquidez en Venezuela", *Revista BCV*, Vol. 10.

CAPITAL ESPECULATIVO PARASITÁRIO, CAPITAL FICTÍCIO E CRISE NO BRASIL

Paulo Nakatani**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Resumo:

Este trabalho discute as relações entre o capital monetário e o capital real na crise desencadeada no final dos anos 90 e suas implicações na economia brasileira. Defende a idéia de que a forma de inserção do Brasil no sistema mundial agravou sua vulnerabilidade externa, principalmente em relação aos fluxos de capital especulativo parasitário. As medidas de política econômica implementada pelo Governo brasileiro, em especial aquelas ditadas pelo Ministério da Fazenda e pelo Banco Central do Brasil, ampliaram a dependência e a subordinação da economia brasileira aos interesses do capital especulativo agravando ainda mais as condições de vida de sua população.

Palavras-chave: Crise, sistema mundial, dependência, subordinação.

I INTRODUÇÃO

A nova expressão da crise do capitalismo mundial retomou suas manifestações a partir de meados de 1997¹, expressandose através da destruição do capital fictício² nas bolsas de valores de vários países asiáticos e pelas desvalorizações de suas moedas frente ao dólar. Começou com a queda da atividade produtiva no Japão, posteriormente atingiu os países menores e de menor expressão –como a Tailândia, a Malásia e a Indonésia– mas, em

* Este artigo foi apresentado no XXII Congreso de la Asociación Latinoamericana de Sociología (ALAS) en la Universidad de Concepción 12-16 de octubre de 1999. O ponto de partida deste texto é o artigo de Carcanholo, Reinaldo e Nakatani, Paulo, 1998.

** Professor do Departamento e do Mestrado em Economia da UFES. Membro da diretoria da Sociedade Brasileira de Economia Política.

¹ As manifestações da crise financeira são recorrentes e tem seu início muito antes desta data. Após a crise da dívida dos anos oitenta, podemos considerar como um novo marco a crise financeira do México em 1994.

² Utilizamos o conceito de capital fictício no sentido elaborado por Marx. Ver CARCANHOLO e NAKATANI, 1998, p. 310 e seguintes. Ver também Gutman, 1996, p. 65.

seguida, avançou para outros mais importantes atingindo a Rússia, a América Latina e ameaçou a Europa e os Estados Unidos.

A contínua instabilidade e forte volatilidade dos mercados mobiliários e de câmbio refletiu-se na Europa e nos Estados Unidos, assim como na América Latina e no Brasil em particular. Naquele momento, o Brasil conseguiu defender-se de um ataque especulativo tendo como base um grande volume de reservas internacionais e pela duplicação nas taxas de juros³. Em seguida, o Governo editou um pacote fiscal com 51 medidas visando reduzir o déficit nominal do Governo Central, através do aumento na receita tributária. Essas medidas foram suficientes, naquela época, para sustentar a estabilidade monetária e elevar o volume de reservas.

Passados alguns meses –em abril de 1998–, as reservas internacionais do Brasil atingiram os maiores níveis já registrados, a balança comercial começou a apresentar resultados menos desfavoráveis, as contas do governo apresentavam superávits primários e a crise parecia ter sido controlada. Mas a euforia durou muito pouco tempo. Nos meses seguintes as reservas, apesar de muito elevadas, começaram a cair gradativamente; a balança comercial, que apresentou pela primeira vez um pequeno superávit, voltou a apresentar déficits; e o resultado nominal do Governo Central apresentou déficits elevadíssimos, apesar do substancial aumento da receita tributária decorrente do pacote de novembro de 1997.

Na segunda quinzena de agosto, de 1998, a turbulência do capitalismo mundial levou ao pânico governo e especuladores nacionais e internacionais gerando uma instabilidade cuja saída ainda não tinha sido encontrada, até o início do mês de outubro. O Brasil encontrava-se novamente no turbilhão que os movimentos do capital monetário geravam no sistema de crédito internacional pela sua mobilidade, instabilidade e volatilidade. Entre agosto e o final de setembro de 1998 a fuga de capitais do país atingiu cifras superiores a US\$ 25 bilhões, mais de três vezes o volume de saídas que ocorreu em outubro de 1997.

Em um primeiro momento, o Governo isentou o capital especulativo parasitário⁴ do pagamento do imposto de renda e do imposto sobre operações

³ As reservas internacionais caíram de US\$ 61 bilhões em setembro de 1997 para US\$ 51 bilhões em novembro, saíram mais de US\$ 8,0 bilhões em apenas uma semana. As taxas básicas de juros foram elevadas de 20,7% em setembro para 43,41% ao ano, em novembro de 1997.

⁴ Chamamos de capital especulativo aquela parcela que “[...] resultaria da conversão da forma autonomizada do capital a juros ou capital portador de juros quando este

financeiras sobre seus ganhos de capital em uma tentativa de reduzir sua saída, mas não obteve nenhum resultado. Em seguida, aumentou a taxa básica de juros de 19,0% para 49,7% ao ano e voltou a anunciar a necessidade do “ajuste fiscal” pela redução dos gastos públicos⁵ e pelo aumento na tributação. Os dados disponíveis indicaram que o resultado dessas medidas foi o agravamento do déficit nominal; que elas não foram suficientes para estancar a sangria nas reservas internacionais devido o volume acumulado de capital especulativo.

O acordo firmado com o Fundo Monetário Internacional, em dezembro de 1998, não foi suficiente para trazer de volta uma relativa estabilidade aos mercados de títulos e de moedas. Assim, o Brasil iniciou o ano de 1999 com novo Governo e novo ataque especulativo, cujo resultado foi a troca de dois Presidentes do Banco Central do Brasil e a mudança na política cambial⁶ decorrente da acelerada perda de reservas cujo montante caiu de US\$ 44,6 bilhões em dezembro para US\$ 36,1 bilhões em janeiro de 1999, no conceito de liquidez internacional.

Recuperamos brevemente, na seção II, o processo de expansão internacional do capital monetário e o desenvolvimento em suas formas específicas de capital portador de juros, capital fictício e capital especulativo parasitário. Discutimos, ainda, a relação entre essas formas de capital e o capital real; o processo de globalização e as políticas neoliberais.

Na seção III, avaliamos a magnitude do capital monetário no Brasil, o crescimento do ingresso de capitais externos, após o Plano Real, e sua conversão em capital fictício. Descrevemos, também, o crescimento brutal do capital fictício na forma da dívida pública, sua remuneração e as consequências sobre o déficit nominal e operacional do governo federal. Consideramos, enfim, o crescimento do capital fictício nas Bolsas de Valores e as relações entre o capital monetário e o capital real no Brasil.

Concluimos este texto com algumas observações avaliando algumas das consequências da crise sobre a economia brasileira e, também, sobre os trabalhadores assalariados e desempregados.

ultrapassa os limites do que é necessário para o funcionamento normal do capital industrial” (CARCANHOLO e NAKATANI, 1998, p. 305)

⁵ A alternativa de aumento nos impostos já tinha sido utilizada no auge anterior da crise. Para o contexto eleitoral, a redução de gastos era mais aceitável do que o aumento de impostos. Por outro lado, a redução da tributação sobre os capitais estrangeiros, também, já tinha sido uma das estratégias utilizadas para obter um aumento em seus ingressos.

⁶ A política de bandas cambiais ou de taxas fixas foi abandonada pela livre flutuação e o Banco Central assumiu a postura de não mais defender a estabilidade da taxa de câmbio.

II - A SUPERACUMULAÇÃO DE CAPITAL E A FORMAÇÃO DO CAPITAL ESPECULATIVO

a) Antecedentes

Nos anos setenta⁷, após a quebra do acordo de *Bretton Woods*, o sistema de crédito internacional entra em uma era de instabilidade e volatilidade crescentes. Esse movimento é seguido pela crise da dívida, no início dos anos 80, nos países cuja política de endividamento externo submeteu-se às regras do sistema bancário internacional abarrotado de capital monetário⁸ em busca de aplicações. A política econômica do Governo Reagan produziu uma enorme massa de juros que foram carreados para os bancos dos países desenvolvidos aumentando, ainda mais, a massa de capital monetário disponível.

Uma parcela desse capital monetário converte-se em capital real, produzindo a notável expansão da economia americana e dos “tigres asiáticos”. Nos demais países subdesenvolvidos ocorreram o contrário: uma década de estagnação econômica, uma gigantesca punção sobre a riqueza produzida e o agravamento na distribuição de renda. Outra parcela do capital monetário acumula-se na forma de novos empréstimos, em reservas dos Bancos Centrais de todos os países e em aplicações financeiras de todos os tipos. Ela é extremamente beneficiada pela desregulamentação dos mercados e pelo acelerado desenvolvimento dos meios de comunicação, que permitiram a interligação dos diferentes mercados em todo o mundo.

Durante a década de 80 o Brasil teve que produzir gigantescos superávits, no saldo da balança comercial, que fosse suficiente para a remessa anual líquida de juros para o exterior. Esta, atingiu uma média de cerca de US\$ 9 bilhões por ano⁹. Essa sangria nos fluxos de produção de riqueza levou todos os

⁷ Antes desse período, começa a gestação das novas formas de organização do sistema de crédito nos Estados Unidos. Ver: BRAGA, J.C. 1998.

⁸ “De um modesto começo em 1964, com cerca de US\$ 11 bilhões, o sistema tinha crescido para US\$ 40 bilhões em 1969 – e isto em números conservadores. Digo ‘números conservadores’ porque existem várias estimativas diferentes sobre o volume de eurodólares existente em 1969: os números oscilam entre US\$ 40 bilhões e US\$ 85 bilhões” WACHTEL, H.M., 1988, p. 98. Em seguida, com as crises do petróleo em 1973 e 1979, transformaram-se em petrodólares que cresceram aceleradamente. “Desde o primeiro aumento dos preços do petróleo em 1973 até o aumento de preços do fim da década, os excedentes da OPEP totalizaram US\$ 357 bilhões.” WACHTEL, H.M., 1988, p.104.

⁹ O saldo da Balança comercial saiu de um déficit de US\$ 2,8 bilhões em 1980 para um superávit de US\$ 19,1 bilhões em 1988. Com exceção de 1980, este saldo foi positivo em todos os anos, até 1995, com uma média de mais de US\$ 9,3 bilhões ao ano. No

países, nesta situação, à hiperinflação, à moratória da dívida ou à interrupção do pagamento de juros.

Na segunda metade dos anos oitenta começa a popularizar-se uma nova expressão por todo o mundo: a globalização. Essa palavra pretende, segundo os ideólogos do sistema, expressar a nova realidade mundial: o fim da história com a vitória final do capitalismo; o fim dos Estados Nacionais com a supressão das fronteiras nacionais¹⁰. Como política econômica propõe, para os países subdesenvolvidos, a abertura e desregulamentação dos mercados –de bens, de serviços e financeiros–; a desestatização da economia, com a privatização das empresas estatais; o aprofundamento da internacionalização da economia com o aumento das vantagens para o ingresso de capitais estrangeiros; e a regulação econômica dirigida pelo mercado.

A observação da realidade, sem o mesmo viés ideológico, mostra que a globalização não pode ser entendida no sentido que vem sendo aplicado pela ideologia dominante. A globalização fundamentada na idéia da livre mobilidade internacional dos “fatores de produção” é equivocada. A mobilidade do capital industrial ocorre fundamentalmente entre os países desenvolvidos e destes para os subdesenvolvidos, em um processo de centralização do capital sem precedentes, sua origem é principalmente os Estados Unidos. A competição entre capitais particulares de diferentes países coloca os capitais nacionais dos países subdesenvolvidos em situação subalterna e eles são, cada vez mais, centralizados pelo capital dos países desenvolvidos.

A livre mobilidade da força de trabalho é impedida por vários meios. Barreiras de todo tipo foram e estão sendo construídas para impedir o acesso dos trabalhadores dos países pobres aos mercados de trabalho dos países desenvolvidos. Os novos blocos econômicos ainda não garantem a livre mobilidade deles. Os Estados Unidos mantém rigorosa vigilância sobre a entrada dos trabalhadores, principalmente latino-americanos, no seu mercado, e nada indica que a livre circulação dos trabalhadores possa vir a ser plenamente aceita pelos países desenvolvidos.

A liberalização comercial como passaporte para o ingresso na “modernidade”, tão cara aos ideólogos locais, também não existe. Os países desenvolvidos produzem restrições e barreiras de todo o tipo, sancionadas pelas rodadas do GATT e, mais recentemente, pela OMC, que dificultam o acesso ao

mesmo período a remessa líquida de juros atingia a média de US\$ 8,9 bilhões ao ano. Ver tabela 1.

¹⁰ Foram publicados vários livros celebrando essa nova fase, cujos títulos eram: O fim da história, O fim do Estado Nação, A morte do dinheiro, etc.

mercado dos países desenvolvidos. Ao mesmo tempo em que os países desenvolvidos oferecem subsídios a seus produtores, não aceitam o mesmo comportamento dos países subdesenvolvidos. Estes se constituem em mercados fundamentais para o escoamento da superprodução de mercadorias dos países desenvolvidos. Além disso, o crescimento acelerado do comércio internacional ocorreu em sua maior parte intra-firmas e entre os países desenvolvidos como demonstrou Chesnais¹¹.

Entretanto, o comércio internacional depende fundamentalmente do capital monetário. No momento em que os países subdesenvolvidos tiveram que produzir enormes superávits comerciais, para o pagamento de juros do endividamento externo, encontraram no sistema internacional todo o apoio para suas exportações. Pois esses países exportavam e recebiam dólares e os devolviam sem qualquer contrapartida. A riqueza produzida internamente era transferida na forma valor e na forma valor de uso para o centro do sistema¹², restava uma renda interna à busca de valores de uso que não mais existiam internamente e aceleraram o processo de hiperinflação.

O que se observa no sistema internacional de crédito é a movimentação internacional do capital monetário em busca de contínua valorização. A integração das bolsas de valores, dos mercados de câmbio e das taxas de juros permite aos economistas defenderem a idéia da globalização. O volume de transações financeiras internacionais atinge magnitudes elevadíssimas. Ao mesmo tempo, o mercado internacional de moedas e derivativos cresce explosivamente na primeira metade dos anos 90¹³.

¹¹ CHESNAIS, François, 1994.

¹² As exportações constituem-se na transferência de valores de uso para o exterior em troca de valor que, através das importações, poderiam repor os valores de uso internos. A devolução dos dólares obtidos com as exportações a título de juros, lucros ou ganhos de capital impede que ocorra esse tipo de conversão e o resultado é a transferência da riqueza produzida internamente sem nenhuma contrapartida.

¹³ "Nos últimos dez anos o volume de recursos (Bônus, Euronotas, Empréstimos bancários e Emissão de Ações) quadruplicou, passando de US\$ 395 bilhões em 1987 para US\$ 1,597 bilhões em 1996"; e "... o volume diário das transações no mercado de moedas aumentou de US\$ 718 bilhões em 1989 para US\$ 1.572 bilhões em 1995...". No mercado de derivativos, "Enquanto o valor total das transações aumentou de US\$ 618 bilhões em 1986 para US\$ 9.185 bilhões em 1995, o número de contratos negociados aumentou de 315 milhões para 1.210 milhões em 1995." GONÇALVES, Reinaldo 1997, p. 314, 316 e 318.

b) O capital real e o capital especulativo parasitário.

A acumulação de capital real expressa-se principalmente através da ampliação das atividades produtivas e comerciais. O crescimento dos países desenvolvidos e dos asiáticos nos anos 80 realiza-se através de novos investimentos produtivos e do crescimento do comércio internacional. Eles exigem quantidades crescentes de capital monetário, que pode ser gerado pelo próprio processo de reprodução ampliada. Neste processo existem quantidades de dinheiro ociosas, do ponto de vista do capitalista industrial, comercial ou de outros possuidores de riqueza, que são canalizadas para o sistema de crédito e atendem às necessidades de reprodução desse capital¹⁴. O próprio crescimento do comércio internacional intrafirmas dispensa a necessidade do capital monetário na medida em que os créditos no interior das firmas podem ser cancelados entre si. O aumento do capital monetário, além das necessidades da reprodução ampliada do capital, decorrente da superacumulação de capital, gera quantidades crescentes de capital monetário desnecessários para a acumulação do capital produtivo.

A aceleração do processo de centralização do capital, desde os anos 80, também, reduz relativamente a necessidade de capitais monetários e aumenta a quantidade de dinheiro disponível para o sistema de crédito internacional. Expandem-se, então, as atividades dos administradores de fundos, dos investidores institucionais, dos fundos de pensão, das seguradoras e dos detentores de grandes fortunas. Esse capital adiciona-se aos eurodólares e petrodólares acumulados nas décadas anteriores. Outra fonte de expansão do capital monetário foi o crescimento dos fundos de pensão, principalmente dos Estado Unidos. Esse conjunto de fontes produziu um crescimento sem precedentes de capital monetário descolado da acumulação real, que busca valorizar-se em uma forma específica do capital portador de juros: o capital fictício. Essa forma do capital tem como característica fundamental seu comportamento especulativo e como objetivo a obtenção de renda sem produção de riqueza material; o que o caracteriza como parasitário.

¹⁴ "Temos aí, primeiro, a parte do lucro, que não é despendida como rendimento, mas é destinada à acumulação, mas para a qual os capitalistas industriais não têm, no momento, emprego em seu próprio negócio. (...) A parte que deve ser gasta como rendimento é consumida pouco a pouco, mas constitui, no entretempo, como depósito, capital de empréstimo com o banqueiro. (...) Com o desenvolvimento do sistema de crédito e de sua organização, até o aumento do rendimento, isto é, do consumo dos capitalistas industriais e comerciais, se exprime como acumulação de capital de empréstimo. E isso vale para todos os rendimentos, à medida que se consomem pouco a pouco, portanto para a renda fundiária, o salário em suas formas superiores, as receitas das classes improdutivas, etc." MARX, Karl, 1986, p.39.

Essa massa de capital monetário, então, circula pelo mundo em busca de rendimentos ou ganhos de capital. São aplicados fundamentalmente em títulos públicos, privados e em bolsas de valores, característicos do mercado de papéis que representam o capital fictício¹⁵. Mas o crescimento da instabilidade do capitalismo mundial, em decorrência do aguçamento de suas contradições gera, em seu interior, a busca de segurança (*hedge*) para o capital monetário. Criam-se, então, novos títulos que dêem segurança aos aplicadores: os derivativos. Estes multiplicam aceleradamente o capital fictício a partir de uma operação inicial, seja fruto da acumulação real ou de uma aplicação em papéis¹⁶. Contraditoriamente, a busca de segurança aguça ainda mais a instabilidade do sistema de crédito internacional e se reflete na variação contínua das cotações dos papéis nas Bolsas e nos mercados de derivativos, principalmente de juros e de câmbio.

III - A EXPANSÃO DO CAPITAL FICTÍCIO NO BRASIL PÓS-REAL

a) O papel do capital monetário estrangeiro

O Brasil ingressou na "modernidade" através da abertura comercial e da desregulamentação que proporcionou o ingresso de capitais monetários especulativos parasitários. As medidas de política econômica que acabaram por propiciar a estabilidade monetária expressaram-se através de déficits crescentes na conta corrente do balanço de pagamentos¹⁷. A mudança mais significativa na conta corrente apareceu a partir de 1995. Entre 1980 e 1993 o déficit acumulado na conta corrente atingiu US\$ 49,1 bilhões e de 1994 até 1998 chegou a US\$ 111,2 bilhões (tabela I). Nesses cinco anos, esse saldo cresceu 126,5% sobre todo o valor acumulado nos catorze anos anteriores.

¹⁵ Para Marx os títulos públicos e as ações negociadas na Bolsa representam capitais fictícios. Mas não é só isso, outros tipos de títulos também são capitais fictícios. "Mesmo lá onde o título de dívida —o título de valor— não representa, como no caso das dívidas públicas, um capital puramente ilusório, o valor-capital desse título é puramente ilusório." MARX, Karl, 1986, p. 11.

¹⁶ "Com o desenvolvimento do capital portador de juros e do sistema de crédito, todo capital parece duplicar e às vezes triplicar pelo modo diverso em que o mesmo capital ou simplesmente o mesmo título de dívida aparece, em diferentes mãos, sob diversas formas. A maior parte desse capital é puramente fictícia." MARX, Karl, 1986, p. 14.

¹⁷ Estes déficits expressam a crescente vulnerabilidade externa da economia brasileira provocadas pelo pagamento de juros e amortizações decorrentes do endividamento externo; remessas de lucros e dividendos, dos investimentos estrangeiros diretos; e dos ganhos de capital obtidos pelas aplicações em *portfólio*.

Esse déficit acumulado foi decorrente da política cambial que sobrevalorizou o câmbio após a implementação do Plano Real. Observamos, então, a inversão do saldo da Balança Comercial cujo total acumulado passa de um valor positivo de US\$ 135,9 bilhões entre 1980 e 1993 para um saldo negativo de US\$ 13,2 bilhões entre 1994 e 1998. Essa inversão começou em 1995 com um saldo negativo de US\$ 3,3 bilhões contra um saldo positivo de US\$ 10,4 bilhões em 1994, refletindo a sobrevalorização cambial.

A partir de 1990, o governo desenvolveu uma política agressiva de desregulamentação do comércio internacional e de redução das barreiras tarifárias, como uma das formas de integração ao sistema mundial. Entretanto, a política neoliberal brasileira acabou produzindo resultados contrários ao pretendido. Segundo os dados do Fundo Monetário Internacional, a participação das exportações brasileiras nas exportações mundiais diminuiu de 0,99% em 1980, para 0,91% em 1990 e 0,94% em 1998. Da mesma forma, a participação das importações caiu de 1,20% em 1980, para 0,64% em 1990 e 1,09% em 1998.

A remessa líquida de juros acumulou um total de US\$ 173,7 bilhões, no período de janeiro de 1980 a dezembro de 1998, com uma média anual de US\$ 9,1 bilhões entre 1980 e 1993 e de US\$ 9,2 bilhões no período entre 1994 e 1998, com uma aceleração entre 1997 e 1998. As remessas de lucros e dividendos acumularam um total de US\$ 37,4 bilhões de remessas no período. A média entre 1980 e 1993 chegou a US\$ 1,0 bilhão por ano e cresceu para US\$ 4,0 bilhões por ano entre 1994 e 1998. Tanto os pagamentos líquidos de juros quanto as remessas líquidas de lucros e dividendos apresentaram tendências crescentes nos últimos anos, decorrentes do ingresso de capital monetário, associados à elevada taxa interna de juros.

O financiamento do déficit em conta corrente e o acréscimo nas reservas internacionais, antes dos ataques especulativos, foi realizado através dos empréstimos e financiamentos tomados no exterior e do ingresso de capitais estrangeiros¹⁸. O total dos empréstimos em moeda começou a crescer a partir de 1991, quando atingiu mais de US\$ 4,4 bilhões; e acelerou-se significativamente depois de 1995, chegando a US\$ 58,1 bilhões, em 1998 (tabela II). Destacaram-se, dentre os empréstimos em moeda, o crescimento dos

¹⁸ Um estudo detalhado sobre o endividamento externo brasileiro e a conversão do déficit em conta corrente em dívida externa pode ser consultado em: SOBEET. Carta da SOBEET. Sociedade brasileira de estudos de empresas transnacionais e da globalização econômica.

ingressos sob o Com. Firce nº 10¹⁹ e sob a Resolução 2.483²⁰, após o Plano Real. Entre 1994 e 1998, ingressaram no país US\$ 20,6 bilhões sob o Com. Firce nº 10; US\$ 22,8 bilhões sob a Resolução 2.483; e US\$ 79,9 bilhões em *bônus e notes*. Estas três formas de endividamento acumularam no período um ingresso de mais de US\$ 123,0 bilhões.

¹⁹ São operações diretas de empresas não-financeiras no país com instituições estrangeiras (financeiras ou não financeiras), sem lançamento de títulos; a Resolução 2.148 – conhecida como “63 caipira”, são operações de instituições de crédito rural no país, destinadas a repasses a pessoas físicas e jurídicas, inclusive cooperativas, para financiamento de custeio, investimento e comercialização da produção agropecuária. Mas, como foi amplamente divulgado este recurso foram, em quase a sua totalidade, destinados à aplicações financeiras, normalmente lastreadas em títulos públicos, descumprindo a Resolução. Os *bônus e notes* são títulos lançados no exterior por empresas ou bancos estabelecidos no país.

²⁰ Esta resolução modificou a Res. 2.148 em 26.03.98, consolidando a regulamentação anterior e regularizando as aplicações indevidas que eram realizadas.

Tabela I - BRASIL: Dívida externa, reservas e remessas internacionais 1980-1998, em US\$ milhões.

Ano	Saldo da Bal. Com.	Saldo em c/corrente	Dívida Bruta	Reservas Internac.	Juros Líquidos	Lucros e Dividendos	Amorti- zações
1980	-2.823	-12.807	53.848	5.853	-6.311	-310	-5.010
1981	1.202	-11.734	61.411	6.693	-9.161	-370	-6.242
1982	780	-16.310	69.654	3.994	-11.353	-585	-6.952
1983	6.470	-6.837	81.319	3.972	-9.555	-758	-6.863
1984	13.089	448	91.091	11.995	-10.203	-796	-6.468
1985	12.486	-241	95.857	11.608	-9.659	-1.057	-8.491
1986	8.305	-5.304	101.759	6.760	-9.327	-1.350	-11.547
1987	11.173	-1.436	107.514	7.458	-8.792	-910	-13.503
1988	19.184	4.175	102.555	9.140	-9.832	-1.539	-15.226
1989	16.120	1.033	99.285	9.679	-9.633	-2.383	-33.985
1990	10.753	-3.782	96.546	9.973	-9.748	-1.592	-8.665
1991	10.579	-1.407	92.996	9.406	-8.621	-665	-7.830
1992	15.239	6.143	110.835	23.754	-7.253	-574	-8.572
1993	13.307	-592	114.270	32.211	-8.280	-1.831	-9.978
1994	10.466	-1.689	119.668	38.806	-6.338	-2.483	-50.411
1995*	-3.352	-17.972	159.256	51.840	-8.158	-2.590	-11.023
1996*	-5.554	-23.136	179.935	60.110	-9.173	-2.374	-14.419
1997*	-8.357	-33.430	199.998	52.173	-10.390	-5.597	-28.714
1998*	-6.409	-34.982	234.687	44.556	-11.948	-7.181	-33.587

FONTE: Conjuntura Econômica, vol. 50 n. 6, junho de 1996, p.15-16.

* Boletim do Banco Central do Brasil. Vol. 35, no. 6, junho de 1999.

Tabela II – BRASIL: Empréstimos em Moeda – (em US\$ milhões)

Anos	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Empréstimos em moeda	1.045	4.408	7.979	11.031	8.756	15.883	28.078	35.535	58.128
Com. Firce nº 10	405	470	922	769	1.053	2.170	2.626	5.251	9.580
Resolução nº 63	0	6	856	597	201	817	376	1.202	3.262
Resolução nº 2.483	0	0	0	0	0	1.067	4.866	7.844	9.009
Resolução nº 2.170	0	0	0	0	0	0	5	4	0
Resolução nº 2.312	0	0	0	0	0	0	631	102	50
Commercial paper	586	1.783	1.190	338	182	381	633	451	642
Bônus e notes	54	1.507	4.833	7.598	5.961	9.650	18.046	20.448	25.777
Export securities		278	30	675	261	494	297	58	309
Renovações		364	148	1.054	1.098	1.304	598	175	175

FONTE: Boletim do Banco Central do Brasil. Vários números.

Tabela III – BRASIL: Financiamentos e outros ingressos de capital estrangeiro em (US\$ milhões)

Anos	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Financiamentos	2.882	4.160	2.332	3.282	4.353	4.576	6.828	24.192	19.284
Registrados	813	858	447	449	630	1.074	1.422	12.131	17.062
Autorizados	2.069	3.302	1.885	2.833	3.723	3.502	5.406	12.061	2.222
Leasing e Aluguel	752	1.519	1.173	1.005	842	1.143	1.868	4.002	3.848
Pagto. Antecipa do Export.		85	1.119	1.421	1.908	4.273	7.073	8.536	6.651
Total	3.634	5.764	4.624	5.708	7.103	9.992	15.769	36.730	29.783

FONTE: Banco Central do Brasil

Os financiamentos, *leasing* e aluguel mais os pagamentos antecipados das exportações constituem outra forma de financiamento do déficit em conta corrente. Estes ingressos, apesar de uma redução em 1992, apresentaram um comportamento semelhante aos empréstimos em moeda chegando a US\$ 36,7 bilhões, em 1997, e diminuíram para US\$ 29,8 bilhões, em 1998. No período entre 1994 e 1998, acumularam ingressos no total de US\$ 99,4 bilhões. Este crescimento nos empréstimos em moeda geraram, como consequência, o aumento na conta de juros.

O ingresso de capitais a título de investimentos externos apresenta-se sob duas formas principais: o investimento estrangeiro direto e as aplicações em *portfólio*. A primeira forma de ingresso é definida pelo Banco Central, seguindo a definição do Fundo Monetário Internacional, como aquelas aplicações que representem no mínimo 10% de capital votante ou 20% do capital total. Eles pressupõe que estas inversões têm a “finalidade de obter participação duradoura em uma empresa, ficando implícita relação de longo prazo²¹” (BACEN, 1997). Esta definição marca, também, a mudança de natureza dos investimentos estrangeiros. Ao contrário do que ocorreu historicamente, estes investimentos não expandem mais a capacidade produtiva. Eles são direcionados, em sua maior parte, para aquisições, fusões e incorporações de capitais existentes.

A tabela IV mostra que esta conta apresenta volumes crescentes de ingressos e as saídas são relativamente pequenas. No período após o plano real, até dezembro de 1998, ingressaram sob este título US\$ 66,0 bilhões, saíram US\$ 5,8 bilhões e o saldo acumulado dos investimentos estrangeiros foi de US\$ 60,3 bilhões. Apesar da crise cambial ocorrida em janeiro de 1999, o ingresso líquido de investimentos estrangeiros, no primeiro semestre de 1999, foi de US\$ 13,1 bilhões, muito maiores do que os US\$ 8,4 bilhões do mesmo período de 1998. Destaca-se, daquele total, US\$ 5,0 bilhões de entrada de divisas para a compra das estatais que foram privatizadas.

²¹ Ao contrário dessa definição, fundada na estabilidade, o Investimento Estrangeiro Direto pode tornar-se um problema para a gestão externa da economia e não existem garantias quanto a sua permanência no país. Ver KREGEL, Jan. 1996, p. 29-49.

Tabela IV – BRASIL: Investimentos Externos (em US\$ milhões)

Anos	Portfólio			Invest. Estrangeiro Direto			Outros
	Entrada	Saída	Líquido	Entrada	Saída	Líquido	Líquido
1992	3.860	2.159	1.701	1.752	169	1.583	0
1993	15.272	8.702	6.570	1294	580	714	80
1994	21.769	16.820	4.949	2.589	618	1.971	2.331
1995	22.672	20.676	1.996	5.475	384	5.091	-481
1996	25.190	19.320	5.870	10.496	520	9.976	170
1997	37.887	31.729	6.158	18.745	1.660	17.085	-858
1998	26.504	24.547	1.957	28.742	2.609	26.133	-3.809

FONTE: BCB - Nota para a imprensa - 15.07.99

O movimento na conta de *portfólio*²² cresce aceleradamente após 1992, desse ano até o final de 1998 ingressaram US\$ 153,2 bilhões e saíram, no mesmo período, US\$ 124,0 bilhões, restando um saldo de US\$ 29,2 bilhões. Considerando-se o movimento desde 1987, quando foi baixada a resolução, até o final de 1998, o saldo acumulado era de US\$ 35,1 bilhões²³. A fuga de capital, ocorrida a partir de agosto de 1998, reduziu o fluxo de capitais especulativos, mas não o eliminou. No primeiro semestre de 1999, o ingresso líquido através dos anexos I a V foi US\$ 2,2 bilhões contra US\$ 4,6 bilhões no mesmo período do ano anterior. A conta de *portfólio*, juntamente com os ingressos pela Resolução 1.483, movimenta a maior parte dos fluxos de capital especulativo parasitário internacional, no Brasil.

²² Consideramos nesta conta o total dos ingressos nos anexos I a V das Res. 1289, 1.832 e 1.927. O saldo desta conta, mais os juros e os ganhos de capital constitui uma das formas do capital fictício internacionalizado, em aplicações no sistema de crédito nacional, de extrema volatilidade.

²³ Segundo a Comissão de Valores Mobiliários, entre 1991 e junho de 1997, as aplicações nas Bolsas de Valores Brasileiras, oriundas de recursos do Anexo IV, acumulavam um saldo de US\$ 19,0 bilhões (Ver tabela V, no anexo). Segundo o Banco Central, o estoque acumulado no Anexo IV atingiu US\$ 42,7 bilhões em junho de 1997, com 95,2% aplicado em ações; em junho de 1998 esse estoque era de US\$ 28,7 bilhões, com 96,5% aplicado em ações. BACEN, 1998.

b) A dívida pública.

A política econômica do Plano Real fundamentou-se sobre a supervalorização da moeda nacional frente ao dólar, sobre o acelerado ingresso de capitais externos especulativos parasitários, pela manutenção de elevadas taxas internas de juros e por um crescimento acelerado do endividamento interno e externo²⁴.

A política fiscal tem apresentado resultados primários superavitários²⁵ nos últimos anos. Os dados que apresentamos na tabela V, - que nem sempre refletem os superávits primários - estão estimados em fluxos de 12 meses; até 1998 os fluxos são computados no mês de dezembro.

Na tabela, podemos observar que o total do resultado primário é superavitário até 1995 e deficitário a partir de 1996. A maior parte desses *déficits* são de responsabilidade dos governos estaduais e municipais²⁶, enquanto o governo central esteve, quase sempre, superavitário. O Governo Federal e o Banco Central apresentam *déficit* primário somente em 1997. Por outro lado, seu resultado nominal e operacional, com exceção de 1994, é sempre deficitário. Estes dois conceitos diferenciam-se do resultado primário pela inclusão do pagamento dos juros, medidos em termos nominais e em termos reais. Assim, o *déficit* do governo central é resultante, nesse período, dos pagamentos dos juros da dívida pública federal. Entre 1994 e 1998, o setor público acumulou um superávit primário de R\$ 13,2 bilhões; um déficit nominal de R\$ 312,6 bilhões; e um déficit operacional de R\$ 159,6 bilhões. A conta de juros em termos nominais foi de R\$ 325,7 bilhões e de R\$ 170,6 bilhões, em termos reais. Deste total, 76,7% foi pago pelo governo federal; 21,4% pelos estados e municípios e 1,9% pelas empresas estatais.

²⁴ A dívida externa bruta cresce cerca de 68% entre dezembro de 1994 e dezembro de 1997. A maior parte desse crescimento é de responsabilidade do setor privado.

²⁵ Estes resultados variam de acordo com as alternativas metodológicas utilizadas. O próprio Banco Central apresenta diferentes valores segundo o cálculo a preços constantes, a preços do último mês considerado, em fluxos mensais, acumulado no ano ou acumulado em 12 meses. Uma discussão detalhada sobre estes aspectos metodológicos pode ser encontrada em RAMALHO, Valdir, 1997.

²⁶ Os valores positivos significam *déficits* e os negativos, *superávits*. Não pretendemos avançar, nesse trabalho, a discussão dos governos estaduais e municipais. Mas, uma parte significativa desses *déficits* foi causada pela política de juros elevados e de remanejamento de recursos fiscais, após o plano real.

Tabela V – BRASIL: Necessidades de financiamento do Setor Público (em R\$ milhões)
fluxo em 12 meses

Discriminação	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
Resultado Nominal	16	293	9.127	94.174	47.027	45.742	53.232	72.376
Gov. Federal e BCB	4	105	3.365	35.460	15.392	19.946	22.912	49.351
Gov. Est. E Munic.	6	108	3.824	42.169	23.067	21.076	26.377	18.416
Empresas Estatais	6	80	1.938	16.545	8.568	4.720	3.943	4.608
Total Operacional 1/	1	12	203	-6.936	32.278	29.218	37.499	67.579
Gov. Federal e BCB	0	4	119	-6.646	11.271	12.652	15.342	46.872
Gov. Est. E Munic.	0	4	55	1.542	15.317	14.107	19.667	16.232
Empresas Estatais	1	4	29	-1.832	5.690	2.459	2.490	4.475
Resultado Primário	-2	-10	-317	-18.207	-3.907	739	8.310	-108
Gov. Federal e BCB	-1	-7	-124	-11.359	-1.723	-2.908	2.375	-5.023
Gov. Est. E Munic.	-1	0	-87	-2.676	-3.336	4.236	6.436	1.744
Empresas Estatais	0	-3	-106	-4.172	1.152	-589	-501	3.171
Total de Juros Reais	2	22	521	11.270	34.001	28.478	29.189	67.687
Juros Nominais	18	303	9.444	112.381	50.934	45.003	44.922	72.484

Fonte: Boletins do Banco Central do Brasil - Fev/96, fev/98, Ago/98 e Mai/99

1/ Deflator = IGP-DI (centrado)

2/ PIB a preços correntes

* Com desvalorização cambial

O total de juros pagos incide sobre a dívida pública interna e externa. No período pós-real, destaca-se um crescimento acelerado do endividamento em títulos. Em dezembro de 1993 o saldo dos títulos da dívida mobiliária federal, no mercado, era de R\$ 5,0 bilhões e em dezembro de 1998 este saldo chegou a R\$ 323,9 bilhões (tabela VI). Nesse mesmo período, o total de juros reais pagos cresce de R\$ 521 milhões em 1993 para R\$ 29,2 bilhões em 1997; em 1998, atingiu de R\$ 67,7 bilhões.

Tabela VI – BRASIL: Dívida Mobiliária Federal - saldos em R\$ milhões

Discriminação	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Resp. do Tesouro Nacional	6,5	33	441	11.632	59.416	84.596	114.775	225.732	343.820
Carteira do BCB	5,7	29	373	7.722	24.087	25.456	21.669	35.461	124.670
Fora do BCB	0,8	4	68	3.910	35.329	59.140	93.106	190.271	219.151
Responsabilidade do BCB	0,0	1	96	1.077	26.453	49.346	83.105	65.238	104.709
Total de títulos no mercado	0,8	5	164	4.987	61.782	108.486	176.211	255.509	323.860
Total de Títulos emitidos	6,5	34	537	12.709	85.869	133.942	197.880	290.970	448.529

Fonte: Banco Central do Brasil.

O aumento da dívida mobiliária federal não é justificado pelo déficit público²⁷. Como vimos, somente em 1997 ocorreu um déficit primário que justificaria a tomada de empréstimos para seu financiamento. Da mesma forma, o déficit de estados e municípios também não justifica o exagerado crescimento da dívida mobiliária federal. Principalmente porque estas esferas de governo apresentavam superávits até 1995 e os déficits só apareceram após 1996, em plena vigência do Plano Real. As dívidas mobiliárias das esferas sub-nacionais cresceram aceleradamente após 1994, e passou, em sua maior parte, a estarem custodiadas no Banco Central (tabela VII). Estes dados mostram que a maior responsabilidade do crescimento da dívida dos estados e municípios foi decorrente do alto custo da sua rolagem devido à política de juros do BCB.

Da mesma forma que os estados e municípios, as empresas estatais não têm responsabilidade sobre o aumento da dívida pública federal. Em primeiro lugar, porque seu resultado primário foi deficitário somente em 1995 e 1998; em segundo, porque os resultados nominal e operacional, negativos, foram decorrentes do montante de juros pagos, com exceção de 1995, no qual as empresas apresentam um superávit primário que resulta em superávit operacional.

²⁷ Com isso não descartamos os déficits observados e nem a importância crescente do déficit da Previdência Social. O que estamos defendendo é que o endividamento já realizado não decorre da necessidade de financiamento desses déficits, no momento.

Tabela VII – BRASIL: Dívida pública interna estadual e municipal (salos em R\$ milhões)

Discriminação	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Estados	1.792	22.299	34.396	45.149	32.880	12.529
Municípios	199	2.617	5.116	6.571	8.156	10.491
Total	1.991	24.916	39.512	51.720	41.036	23.020
Títulos em tesouraria	62	713	1.931	1.814	1.625	677
Títulos em circulação	1.929	24.203	37.581	49.906	39.411	22.343
Em custódia no BCB		17.347	29.105	34.847	26.648	9.682
Total fora do BCB*	1.920	6.856	8.476	15.059	12.763	12.661

Fonte: BCB. Boletim do Banco Central do Brasil. Ago/98 e Mai/99.

* A diferença de R\$ 9 milhões, em 1993, são títulos na carteira do BCB.

Assim, a necessidade do crescimento da dívida mobiliária federal encontra-se, ao nosso ver, associada ao Plano Real. Em primeiro lugar, a enorme massa de capital monetário, captada sob a forma de empréstimos, financiamentos, investimentos estrangeiros diretos e de portfólio, ao ser convertida em reais, exigiu a emissão de títulos da dívida para reduzir a liquidez do mercado de crédito, convertendo moeda em capital portador de juros sob a forma fictícia da dívida pública. Em segundo, a pressão sobre os preços, decorrente da competição com os produtos importados, pressionou para baixo as taxas de lucro. A compensação, juntamente com a redução dos custos salariais, foi dada através da transferência da riqueza pública, na forma de privatização das empresas estatais e pelo comprometimento da receita tributária presente e futura.

O processo de privatização gerou receitas extraordinárias que foram, segundo o governo, utilizadas na amortização da dívida. Como o saldo da dívida continua a crescer conclui-se que, em síntese, simplesmente foram transferidas para o capital monetário portador de juros. A receita tributária tem crescido significativamente após a implementação do Plano Real. Mas, os gastos públicos em investimentos, saúde, educação ou outras finalidades sociais não absorveram esse aumento da receita. Esse aumento, assim como as receitas das privatizações, foram, em sua maior parte, convertidas em capital monetário portador de juros.

O comprometimento das receitas futuras do setor público fica evidente quando observamos a magnitude do endividamento público. Esse

O comprometimento das receitas futuras do setor público fica evidente quando observamos a magnitude do endividamento público. Esse comprometimento, já foi assumido pelo governo sob a forma de compromisso, no acordo com o FMI, de geração de gigantescos superávits primários. A solução da dívida implicaria a necessidade do alongamento dos prazos de vencimento e a redução nas taxas de juros. Como, contraditoriamente, os capitalistas não aceitam essas condições, restou para o governo a alternativa de pagar juros com nova dívida. Em suma, o capital fictício, na forma da dívida mobiliária federal, realimenta-se através das elevadas taxas de juros cujos rendimentos são pagos com novo capital fictício.

Durante a crise explicita-se o limite dessa alternativa: a impossibilidade de conversão de todo o capital fictício em riqueza real – propriedades, bens, capital produtivo ou dinheiro – e, ao mesmo tempo, exige a desvalorização de grande parte desse capital.

c) As bolsas de valores e o capital fictício

O acelerado ingresso de capitais estrangeiros, após o Plano Real, aumentou o volume de negócios nas Bolsas de Valores expandindo enormemente essa forma de capital fictício²⁸. O índice real da Bolsa de Valores de São Paulo (tabela VIII) cresceu de 100 em junho de 1992 para 445,9 em junho de 1997, antes da crise de outubro. O valor de mercado das Companhias abertas passou de US\$ 50,7 bilhões para 316,6 bilhões, um aumento de mais de seis vezes. A crise financeira, desencadeada a partir de 1997, começou a desvalorizar o capital fictício na Bolsa paulista. O valor de mercado das empresas caiu 31,1% em 1998 e 27,8% no primeiro semestre de 1999.

²⁸ “O movimento autônomo do valor desses títulos de propriedade, não apenas dos títulos da dívida pública, mas também das ações, confirma a aparência, como se eles constituíssem capital real ao lado do capital ou do direito ao qual possivelmente dêem título. (...) Se o valor nominal de uma ação, isto é, a soma recebida, que a ação originalmente representa, é de 100 libras esterlinas e se a empresa, em vez de 5%, proporciona 10%, seu valor de mercado, (...), sobe para 200 libras esterlinas, pois capitalizada a 5% a ação representa um capital fictício de 200 libras esterlinas.” MARX, Karl, 1986, p. 11-12.

Tabela VIII – Índices de valorização das ações na Bolsa

Data	IBOVESPA	Variação	Valor de Mercado das	Variação
	Real(IGP-DI)	Em %	Cias. Abertas (US\$ Bilhões)	Em %
Jun/92	100,0	-	50,7	-
Jun/93	155,0	55,0	76,0	49,9
Jun/94	198,6	28,1	105,9	39,3
Jun/95	153,5	-22,7	153,0	44,5
Jun/96	231,6	50,9	191,2	25,0
Jun/97	445,9	92,5	316,6	65,6
Jun/98	nd	nd	218,1	-31,1
Jun/99	nd	nd	157,4	-27,8

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

Acompanhando a desregulamentação da economia, o ingresso de capitais estrangeiros, aplicado na bolsa de valores cresceu exponencialmente, até 1997. Em 1991, o ingresso das aplicações do Anexo IV, era de apenas US\$ 482 milhões; cresceu para US\$ 32,2 bilhões em 1997 e diminuiu para menos de US\$ 8 bilhões no primeiro semestre de 1999. As saídas acompanharam o fluxo volátil das aplicações bursáteis. Mas o saldo, com exceção de 1998 (-US\$ 2,5 bilhões), sempre foi positivo. Destaca-se que, apesar da instabilidade e da crise cambial, no primeiro semestre de 1999, o saldo das aplicações do Anexo IV foi positivo em mais de US\$ 1,0 bilhão. Caso a tendência se mantenha, no segundo semestre, o saldo acumulado deverá retomar o nível mais elevado que atingiu em 1997.

Tabela IX – BRASIL: Investimento Externo nas Bolsas

ANEXO IV - Fluxos anuais em US\$ milhões

Ano	Entradas	Saídas	Saldo	Acumulado
1991	0.482	0.096	386	386
1992	2.966	1.652	1.314	1.701
1993	14.614	9.136	5.478	7.178
1994	20.532	16.778	3.754	10.932
1995	22.026	21.498	528	11.460
1996	22.936	19.342	3.594	15.054
1997	32.192	30.577	1.615	16.669
1998	21.887	24.349	-2.462	14.207
jan-jun/1999	7.693	6.681	1.012	15.219

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

O volume de negócios no mercado secundário (tabela X) passou de US\$ 23,7 bilhões em 1992, para US\$ 216,1 bilhões; e a média diária de negócios chega a US\$ 867,9 milhões, em 1997. Esses negócios retraíram-se violentamente após 1997, caindo para US\$ 179,6 bilhões, em 1998, e apenas US\$ 47,4 bilhões em 1999. A média diária também reduziu fortemente para US\$ 391,5 milhões no primeiro semestre de 1999. As emissões primárias de ações e debêntures também cresceram violentamente após o Plano Real. Mas o volume negociado é insignificante face ao mercado secundário. No auge do crescimento, representou apenas 4,8% do mercado secundário; com a retração dos negócios, neste primeiro semestre, o mercado primário aumentou a sua participação para 5,0%.

Estes dados indicam que, apesar da queda dos negócios na Bolsa de Valores de São Paulo, o patamar atual é muito mais elevado do que a situação anterior ao Plano Real. Tendo em vista o crescimento ínfimo do PIB na década de 90, esse crescimento foi, então, extremamente elevado. O que significa que o volume total de capital fictício, na Bolsa, a ser desvalorizado ainda é muito grande.

Tabela X - Volume negociado nas Bolsas Brasileiras - (US\$ milhões)

Ano	Emissões Primárias		Mercado Secundário	
	Ações	Debêntures	Total	Média diária
1992	942,7	339,0	23.754,3	96,2
1993	841,1	3.843,6	39.590,8	161,6
1994	2.590,7	3.303,8	98.409,2	406,6
1995	2.111,9	7.574,0	79.515,9	327,2
1996	1.152,1	8.288,6	115.587,3	466,1
1997	3.499,7	6.921,7	216.100,6	867,9
1998	3.484,0	8.674,1	179.606,9	728,6
jan-jun1999	368,4	2.031,5	47.373,6	391,5

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

Associado a esse crescimento, as modificações no sistema bancário e de crédito sustentaram a expansão do capital fictício. A centralização e internacionalização dos bancos, sua conversão em bancos múltiplos e a criação de “novos produtos financeiros” fundamentam-se em grande parte na expansão daquela forma específica do capital monetário. Além da dívida pública e do mercado acionário, os bancos acrescentam ao capital fictício todas as formas de títulos privados, sejam de empresas comerciais, industriais ou dos próprios bancos²⁹.

²⁹ “A maior parte do capital bancário é, portanto, puramente fictícia e consiste em títulos de dívidas (letras de câmbio), títulos de dívida pública (que representam capital passado) e ações (direitos sobre rendimento futuro). Não se deve esquecer que o valor monetário do capital que esses papéis nas caixas fortes do banqueiro representam (...) é completamente fictício e que é regulado de modo a se desviar do valor do capital real que, pelo menos parcialmente, representam; ou onde representam mero direito a rendimentos e não capital, o direito ao mesmo rendimento se expressa num montante sempre variável de capital monetário fictício. Além disso, esse capital fictício do banqueiro, em grande parte, não representa seu próprio capital, mas o do público (...).” MARX, Karl, 1986, p. 13.

d) A conversão do capital monetário em capital especulativo parasitário.

Podemos ter como indicador da acumulação de capital real a taxa de investimento bruto que, no Brasil, esteve em torno de 20% do Produto Interno Bruto entre 1992 e 1996. A reprodução ampliada do capital do capital total exige uma massa de capital monetário disponível que pode ser expressa pelo volume de empréstimos do sistema de crédito para o setor privado. Esses empréstimos, destinados às atividades empresariais, foram de 29% do PIB em 1995, 27,6% em 1996 e de 26,5% em 1997. Por outro lado, o total de ativos monetários e financeiros (M4) cresceu de 36,7% do PIB em dezembro de 1995 para 43,9% em dezembro de 1997³⁰. Dado uma taxa relativamente estável de acumulação, a utilização das novas tecnologias de gestão financeira e a reestruturação nos processos produtivos, a necessidade de capital monetário tenderia a se reduzir, mesmo com taxas crescentes de produção. Assim, os empréstimos para as atividades empresariais mostram que o capital monetário, necessário para a reprodução do capital, apresentou uma tendência decrescente nos últimos anos. Em oposição, a disponibilidade total de capital monetário, representada por M4, cresceu significativamente durante o mesmo período.

A maior parte desse crescimento decorreu do aumento das aplicações em títulos públicos e nos diversos fundos de investimento. A base monetária, que representa a criação primária de moeda, como saldo em final de período, cresceu 90% entre janeiro de 1995 e dezembro de 1997. A expansão secundária de moeda, representada em sua maior parte por depósitos à vista, do ponto de vista do depositante é reserva de valor, mas, para os banqueiros, funciona como capital, capital portador de juros. Assim, todo dinheiro excedente no sistema bancário e de crédito converte-se em capital monetário que busca sua valorização através de juros ou ganhos de capital. Entretanto, esses indicadores não refletem todo o crescimento do capital fictício, principalmente porque não incluem os negócios das bolsas de valores que não foram realizados pelos fundos de investimento. Além disso, como os dados representam estoques, eles não mostram o volume de negócios efetivamente realizados.

O capital monetário disponível converte-se, então, em capital portador de juros e em uma forma específica dele: o capital fictício. As grandes fortunas, as poupanças das famílias de renda mais elevada, as reservas de caixa das unidades de capital, os lucros retidos e reservas de depreciação, os recursos dos fundos de pensão e das seguradoras acumulam-se como capital portador de juros.

³⁰ BACEN, 1998.

As facilidades e a velocidade na conversão do dinheiro em capital e vice-versa, aceleram o volume de negócios e produzem grandes ganhos com pequenas variações nas taxas de juros, de câmbio ou nos índices da bolsa. As apostas sobre essas variações definem o comportamento especulativo. Esse comportamento aumenta a instabilidade, a volatilidade e a fragilidade do sistema de crédito. Como uma parte significativa dos ganhos representa transferência de riqueza acumulada ou são pagos com capital fictício adicional, esta esfera adquire uma autonomia relativa importante em face ao capital real da economia. A sua desvalorização, enquanto se realiza dentro de certos limites, não afeta os capitais produtivos. Este limite é atingido quando a destruição do capital monetário atinge aquela parcela necessária à reprodução de determinadas unidades de capital³¹.

Dessa forma, durante o período ascendente do ciclo econômico, acumulam-se volumes crescentes de excedentes de riqueza na forma de capital monetário, além das necessidades decorrentes da rotação do capital industrial. O capital monetário expande-se mais ainda através das formas fictícias que assume e sua exigência de remuneração torna-se crescente, até o ponto em que começa a ameaçar a reprodução do capital produtivo, em qualquer ponto da cadeia que liga os diversos capitais particulares. A desvalorização do capital fictício transborda para a esfera do capital real levando todo o sistema à crise.

IV – CONCLUSÕES

A implementação do Plano Real acelerou a inserção subordinada do Brasil ao sistema de crédito internacional. Os resultados da inversão dos fluxos de capital monetário internacional permitiram a estabilização monetária, cujos custos ainda não estão plenamente contabilizados. As consequências sobre o balanço de pagamentos não são apenas aqueles decorrentes da crise financeira internacional. A conta corrente deverá sofrer uma pressão deficitária ainda maior decorrente dos pagamentos de juros sobre os empréstimos externos privados de curto prazo, convertidos em capital fictício. Some-se a isso o aumento das remessas de lucros resultante da profunda desnacionalização dos capitais

³¹ A intervenção estatal pode modificar esses limites na medida em que o Banco Central, como emprestador de última instância, pode “bancar” os prejuízos decorrentes da desvalorização do capital fictício, transferindo os custos para a sociedade. Mas, na medida em que esses prejuízos se acumulam, o Estado também atinge seu limite de intervenção, decorrente da impossibilidade de financiamento infinito para essas operações.

privados³² e pela privatização das empresas estatais, em grande medida adquiridas por capitais externos.

O orçamento federal foi, talvez, o principal mecanismo de transferência de riqueza para os capitais especulativos parasitários. Entretanto, a remuneração desses capitais através de novas dívidas compromete profundamente os recursos públicos. Assim, as contas públicas estão completamente arrasadas como resultado do Plano Real. Apesar das receitas tributárias terem superado os 30% do PIB, elas serão insuficientes para cobrirem os compromissos decorrentes da dívida mobiliária federal e dos déficits da previdência. A reforma tributária que se anuncia para produzir o resultado primário acordado com o FMI, o Governo deve aprofundar ainda mais o processo de privatização, como forma de obter recursos para o financiamento da dívida. Além disso, deve acelerar os cortes de pessoal, dos gastos sociais e reduzir ainda mais sua capacidade de intervenção.

Pelo lado dos trabalhadores, à primeira vista, a estabilização monetária produziu ganhos salariais, principalmente para aqueles cuja moeda não estava indexada. Entretanto, esses ganhos não foram suficientes para reverter o longo processo de concentração da renda e da riqueza no Brasil, mantendo o país no topo do *ranking* dentre os países com pior distribuição de renda. Em um segundo momento, o resultado da forma como o Brasil se inseriu no processo chamado de globalização foi um crescimento contínuo na taxa de desemprego, e a redução nos salários reais e no rendimentos do trabalho³³. Soma-se a isso o aumento na precarização do trabalho devido ao incremento da informalidade e da rotatividade do emprego.

Enfim, essa inserção do Brasil na “nova ordem internacional” acelerou ainda mais o seu desenvolvimento. Os capitais que conseguiram ganhar competitividade, mesmo com uma taxa de câmbio desfavorável, tornaram-se mais fortes. A crise não é mais do que um momento na qual as contradições próprias ao capital explicitam-se. Assim, os capitais poderosos tornam-se ainda mais poderosos, avançando aceleradamente a centralização internacional dos capitais. Os capitais menos competitivos são incorporados ou destruídos. Nesse

³² Ver, BRAGA, José C. S. e PRATES, Daniela, 1998.

³³ Uma avaliação destes aspectos pode ser vista em: MATOS, Fernando A. M e CARDOSO Jr. José C. 1998. Os autores concluem que: “Está muito claro que a estabilização por si só não garante melhoria consistente dos perfis distributivos. Pelo contrário, a forma como foi concebido o Real mostra que o objetivo de distribuir renda não está presente em sua formulação. A pequena melhoria do perfil de distribuição de renda representou, na verdade, um resultado indireto provocado pelo plano.”(MATOS, Fernando A. M e CARDOSO Jr. José C., 1998, p.820)

processo, começam a gestar as condições de uma nova expansão e seus contrários. Até a nova crise.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bacen. Boletim do Banco Central do Brasil. (1998),. Brasília: BACEN.
- Braga, José C. S. (1998), Financeirização global – O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M.C. e FIORI, J.L. (Org.) *Poder e dinheiro*. Petrópolis, RJ: Vozes,. 4ed. p. 195-242.
- Braga, José C. S. e Prates, Daniela. (1998), Todos os bancos do presidente? *Revista Praga. Estudos marxistas*. São Paulo: Hucitec, n.6, p.33-43,.
- Chesnais, François (1994), *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã,.
- Carcanholo, Reinaldo (1998), Precisões teóricas sobre o dinheiro e o capital especulativo parasitário. IV Encontro Nacional de Economia Política, 1999, Porto Alegre. *Anais do IV Encontro Nacional de Economia Política*. Porto Alegre: SEP,. CD-ROM.
- Carcanholo, Reinaldo; Nakatani, Paulo (1998), O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro característico da globalização. In: III Encontro Nacional de Economia Política, 1998, Niterói. *Anais do III Encontro Nacional de Economia Política*. Niterói: EdUFF,. Vol. I. p. 304-316.
- Comissão de Valores Mobiliários. *O Plano Real e o Mercado de Valores Mobiliários*. www.cvm.gov.br/port/publ/Arti_100.htm, Internet.
- Gonçalves, Reinaldo. A (1997), volatilidade do sistema financeiro internacional e a vulnerabilidade das economias nacionais. In: II Encontro Nacional de Economia Política, 1998, São Paulo. *Anais do II Encontro Nacional de Economia Política*. São Paulo: PUC/SP,. Vol. 2. p.310-325.
- Guttmann, Robert. A transformação do capital financeiro. *Economia e Sociedade*. Campinas: UNICAMP, n. 7. p. 51-83.
- Kregel, Jan. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. *Economia e Sociedade*. Campinas: UNICAMP, n. 7. p. 29-49.
- Marx, K. (1986), *O Capital*. Livro III, Vol. V. São Paulo: Nova Cultural,. 2ed.
- Matos, Fernando A. M. Cardoso Jr. José C. (1998), A questão distributiva no Plano Real. In: III Encontro Nacional de Economia Política, 1998, Niterói. *Anais do III Encontro Nacional de Economia Política*. Niterói: UFF,. p.808-821.

Ramalho, Valdir (1997), Revendo a variedade de conceitos de déficit público. In: Meyer, Arno (Org.). *Finanças Públicas. Ensaio Seleccionados*. Brasília: IPEA; São Paulo: FUNDAP, p. 39-150.

Sobeet. *Carta da Sobeet* (1998), Sociedade brasileira de estudos de empresas transnacionais e da globalização econômica. Ano II, n. 6. São Paulo: SOBEET.

Wachtel, Howard M. (1988), *Os mandarins do dinheiro*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.



EL AHORRO PRIVADO EN VENEZUELA: 1968-1994 UNA INTERPRETACIÓN DE LA EVIDENCIA EMPÍRICA

Carlos J. Peña
ESCUELA DE ECONOMÍA, UCV

Resumen:

El ahorro privado en Venezuela, después de lograr elevados niveles de crecimiento para el lapso 1968-1977, presenta para la década de los noventa una fuerte tendencia al estancamiento. Esta situación pareciera estar asociada a un proceso de incertidumbre caracterizado por el incremento en los precios y la alta variabilidad en el tipo de cambio. Debido a esto, se demuestra que el ahorro privado presenta un lento ajuste hacia el equilibrio a largo plazo. Dichos resultados ponen de manifiesto la necesidad de la estabilidad de la función de ahorro privado, lo cual depende de la corrección de los desequilibrios macroeconómicos.

Palabras claves: Ahorro privado, Venezuela.

INTRODUCCIÓN

Después de lograr elevados niveles de crecimiento para el lapso 1968-1977, la tasa de crecimiento del ahorro privado comienza a deteriorarse, así como su participación dentro del PIB, presentando para la década de los noventa una fuerte tendencia al estancamiento.

Un conjunto de elementos ha ocasionado que el ahorro privado presente estas características, entre ellos están los elementos cíclicos y contracíclicos que presenta la economía venezolana. El deterioro del ahorro privado pareciera estar asociado a la inestabilidad que presenta la economía venezolana.

La economía venezolana, por presentar un fuerte grado de apertura externa, está propensa a choques de naturaleza externa que, unidos a los de carácter interno, han ocasionado graves y profundos desequilibrios macroeconómicos. Adicionalmente, el ingreso presenta un fuerte deterioro, particularmente a partir de 1980, agudizando más las restricciones de liquidez en la economía.

A la inestabilidad del ingreso hay que añadir el proceso de incertidumbre en la economía. Este proceso está dado por la aceleración inflacionaria y la alta variabilidad en el tipo de cambio. La relación existente entre estas dos variables genera, a través de los mecanismos de transmisión en la economía, que la tasa de ahorro privado se deteriore aún más y los agentes económicos ajusten sus decisiones ahorro-consumo en función de estos elementos.

Se asume, por lo tanto, que la dinámica del ahorro privado es un fenómeno complejo que obedece a múltiples causas y que presenta efectos de retroalimentación con otros procesos macroeconómicos, que en este caso, es necesario establecer empíricamente.

Con este marco de referencia se plantea la siguiente hipótesis: la dinámica del ahorro privado en Venezuela está asociada a una situación de incertidumbre caracterizado por un incremento en los precios y la alta variabilidad en el tipo de cambio. En consecuencia, los agentes económicos gastan su ingreso transitorio, deteriorando el ahorro.

En este sentido, la metodología es abordada desde un enfoque inductivo basado en el análisis econométrico de la relación de ahorro con otras variables. A su vez, el análisis que se realiza se concentra en los aspectos explicativos.

El análisis econométrico que se lleva a cabo incluye en sus aspectos metodológicos la utilización de un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con un término de corrección de errores. Así mismo, la utilización de las técnicas de cointegración, asociadas a los conceptos de estacionariedad, raíces unitarias y relaciones de causalidad.

El período de estudio está referido a los años 1968-1994. La escogencia del lapso en cuestión se fundamenta en el hecho de que a lo largo de estos años se han sucedido fases de crecimiento y recesión claramente demarcadas. Así como también, sucesivos shocks originados interna y externamente, agudizando los desequilibrios.

El trabajo comienza con los aspectos teóricos y metodológicos del ahorro privado, siguiendo con un modelo teórico para explicar el ahorro privado en Venezuela.

Se prosigue con todo lo referente a la modelística del ahorro privado, que incluye las estrategias de modelización con el uso de las técnicas econométricas recientes. Posteriormente, se establecen las implicaciones de política económica basadas en los resultados obtenidos, y en la sección final se formulan algunas de las principales reflexiones que se obtienen de este trabajo.

Finalmente, es importante insistir en una advertencia que es usual en los estudios de este tipo. Ella tiene que ver con la deficiencia que presentan los datos utilizados, ya sea por los cambios en la metodología de las cuentas nacionales y/o la modificación de los años bases. Asimismo, por no contar con una desagregación del ahorro privado, referido a las empresas y las familias, el aná-

lisis realizado no es del todo satisfactorio, por lo tanto, se limitan las conclusiones de este trabajo.

ANTECEDENTES TEÓRICOS

A pesar de la importancia de este tema en la literatura económica, hay poco acuerdo entre los estudios más destacados con respecto, no sólo a la medida correcta de éste, sino también a la capacidad de la estructura teórica existente para explicarlo.

Es evidente que, entre los diferentes paradigmas que se han desarrollado no existe ninguno que explique el ahorro adecuadamente. Sin embargo, han aportado una gran cantidad de instrumentos científicos de análisis.

No es fácil clasificar las múltiples teorías que existen sobre los determinantes del ahorro. No obstante, la revisión de la literatura en el caso de este trabajo de investigación estará centrada en aquellas teorías que hacen referencia al ingreso y a las que lo relacionan con la inflación y el tipo de cambio.

En cuanto a la relación del ahorro privado con el ingreso, se opta por el supuesto que los individuos consumen y ahorran de acuerdo a la teoría del ingreso permanente (Friedman, 1957). En este sentido, los agentes económicos programan su consumo y, por lo tanto su ahorro, en función de sus expectativas acerca de lo que será su ingreso. Consumen en relación con lo que consideran constituye su ingreso permanente y ahorran lo que visualizan como ingreso transitorio.

Meyer (1972) establece que las consecuencias plenas de la hipótesis de la renta permanente son que la elasticidad del consumo con respecto al ingreso permanente es la unidad (presunción de proporcionalidad) y cero para el ingreso transitorio, es decir, el ingreso transitorio es ahorrado en su totalidad.

Los datos empíricos demuestran que la hipótesis del ingreso permanente proporciona una explicación útil, en lo referente a la diferencia entre el ahorro que emana del ingreso permanente y el ahorro realizado con ingreso transitorio. Sin embargo, para los países en desarrollo esta hipótesis ha tropezado con grandes dificultades. Casillas (1988), demuestra que dicha hipótesis no es válida para América Latina, porque la elasticidad del consumo con respecto al ingreso permanente es inferior a la unidad y que el ingreso transitorio no es ahorrado en su totalidad, contrariamente a lo establecido en la hipótesis. Así mismo, Clavijo (1989) concluye para el caso de Colombia, que los datos no respaldan la hipótesis del ingreso permanente.

Una verificación empírica rigurosa de esta teoría es muy difícil. Fischer (1991) plantea que uno de los problemas de la macroeconomía moderna es, precisamente, desglosar los efectos cíclicos de las fuerzas que operan a largo plazo.

Otro elemento de importancia en el análisis macroeconómico, es la relación entre la tasa de interés interna y el ahorro. Sin embargo, la evidencia tanto teórica como empírica es inconsistente y, en algunos casos, contradictoria. Igualmente se puede establecer una relación del ahorro privado con la inflación y el tipo de cambio y asociar esto a un proceso de incertidumbre y/o riesgo.

Mckinnon y Shaw (1973) sostienen que una tasa de interés nominal reprimida genera una tasa de interés real negativa o baja, que tiende a disminuir el nivel de ahorro y de inversión. Además, los fondos invertibles se asignan de manera ineficiente, conforme a criterios que no contemplan el mecanismo de precios, y el ahorro se dirige cada vez más fuera de las instituciones financieras internas, limitándose así el crecimiento del sistema financiero.

El efecto de las tasas de interés sobre el ahorro también puede considerarse en relación con las opciones intertemporales con que se ven confrontados los consumidores. En este sentido, el problema teórico más importante que suscita el análisis de las influencias de las tasas de interés sobre el ahorro estriba en la necesidad de separar los efectos "ingresos y sustitución"¹ que generan las variaciones en la tasa de interés. Un incremento de ésta reducirá el consumo corriente e incentivará el ahorro a través del efecto sustitución, mientras que el efecto ingreso provocará un movimiento expansivo sobre el ingreso futuro de los agentes económicos que perciben rentas de capital, impulsándolos a ampliar su consumo presente. De la fuerza relativa que tenga el efecto ingreso y el efecto sustitución dependerá el comportamiento del ahorro agregado².

Otra teoría, ampliamente difundida, es aquella que establece la relación entre la inflación y el ahorro. Esta tiene, a su vez, dos variantes: la primera, se concentra en la acción de la inflación sobre la tenencia de saldos reales de los agentes económicos, es decir, el impuesto inflacionario. Según esta hipótesis, la inflación elevará el ahorro privado, aunque no necesariamente el total, esto últi-

¹ Algunas de las referencias teóricas están en Bailey (1971) y Barro (1984).

² Los estudios empíricos realizados hacen pensar que, por lo menos en los países en desarrollo, el efecto sustitución es el más fuerte de los dos. Algunos trabajos empíricos que apoyan esto son: Fray (1980), McDonald (1983) y Gómez-Oliver (1989).

mo sólo acontecerá si la propensión a ahorrar del gobierno que es el perceptor de este impuesto, es superior a la del sector privado. La segunda variante postula que la inflación generará un mayor ahorro, como consecuencia de la redistribución del ingreso que provoca entre agentes económicos. Así mismo, existe acuerdo, dada la evidencia empírica, que la inflación tiene efectos negativos sobre el ahorro. En este caso, Aghevli et. al. (1990), demuestran para los países en desarrollo que rápidos incrementos en los precios tienden a reducir el ahorro financiero.

En cuanto a las teorías que relacionan el ahorro con variables del sector externo, se tiene que la más conocida es aquella que establece una relación inversa entre el ahorro externo y el tipo de cambio real. Esto está caracterizado por la fuga de capitales. En este caso, el tipo de cambio y la inflación desempeñan papeles preponderantes en la fuga de capitales.

EL AHORRO PRIVADO EN VENEZUELA

Una vez realizada la revisión de la literatura en torno a las teorías que explican el comportamiento del ahorro privado, se procede a establecer el modelo teórico que permita, en función de lo anterior, explicar la dinámica del ahorro privado en Venezuela.

La función de ahorro privado para Venezuela puede expresarse de la siguiente manera:

$$spv = f(yt^-, yp^+, ipc^-, tucr^-, tirxa^+, pib^+) \quad (1)$$

donde: spv = ahorro del sector privado

yt = ingreso transitorio

yp = ingreso permanente

ipc = índice de precios al consumidor (inflación)

tucr = tipo de cambio real

tirxa = tasa de interés real ex-antes.

pib = producto interno bruto

En la teoría de la renta permanente, el ingreso transitorio puede ser negativo o positivo haciendo que la renta así calculada exceda o no la renta permanente. No obstante, el hecho de existir un incremento en los precios, incidirá negativamente en los agentes económicos ocasionando que éstos gasten su ingreso transitorio, en detrimento del ahorro, lo cual puede ser factor importante en la pérdida de dinamismo del ahorro privado en Venezuela.

En una perspectiva de incertidumbre se incorporan las variables inflación (ipc) y tipo de cambio real, las cuales están asociadas a modelos de enfoques parciales para explicar el ahorro (Foxley, 1986).

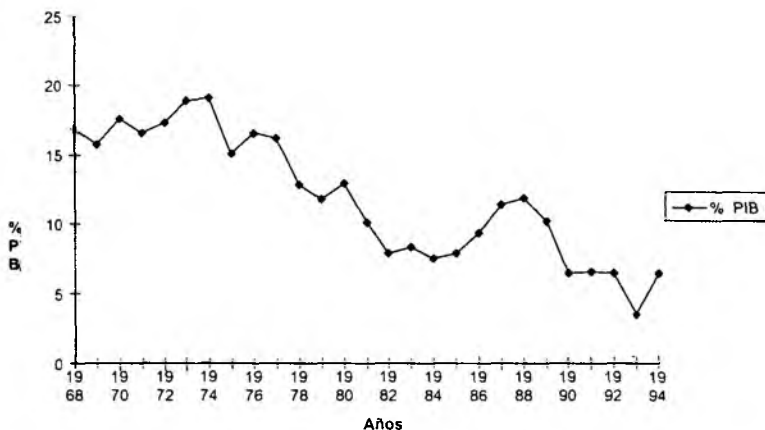
Esto sugiere que la incertidumbre que generan los procesos inflacionarios sostenidos, disminuye el esfuerzo de un mayor ahorro que demandaría la consiguiente pérdida del valor de la riqueza de los individuos; así mismo, la alta variabilidad en el tipo de cambio, en presencia de incertidumbre desalentando el ahorro interno. Para el caso de Venezuela se puede aceptar que estas dos variables tienen incidencia negativa sobre el ahorro privado, incentivando aún más su deterioro.

En cuanto a la tasa de interés, ésta suele ser positiva si se toma como referencia la tasa ex-antes, por la razón de la elección preferente –en general– de intertemporalidad, por la disponibilidad más temprana en el uso de un bien. Este tipo de interés esperado es el importante a la hora de orientar las decisiones de los agentes económicos.

Basado en los elementos antes mencionados, se asume que el modelo teórico establece una relación dinámica del ahorro privado que intenta explicar un fenómeno complejo que obedece a múltiples causas y que presenta efectos de retroalimentación con otros procesos macroeconómicos.

La característica que presenta el ahorro del sector privado en Venezuela, es su tendencia secular a disminuir su ritmo de crecimiento. Después de lograr elevados niveles de crecimiento para el lapso 1968-1977, comienza a deteriorarse su tasa de crecimiento y su participación dentro del PIB; presentando para los años noventa una fuerte tendencia al estancamiento. Así, para el lapso 1968-1977, representa el 18% del PIB y para el período 1990-1994 se ubica en 6% del PIB, como se puede apreciar en el gráfico No 1.

Gráfico No. 1. Ahorro privado



Esta tendencia al deterioro del ahorro privado ha sido acompañada por una caída aun más pronunciada en la tasa de la inversión privada.

Por otra parte, el comportamiento del consumo del sector privado contrasta con el deterioro del ahorro privado. En efecto, la participación del consumo privado dentro del PIB se ubicó en 46% en la década de los setenta y en 58,7% para el lapso 1990-1994.

Un conjunto de elementos ha ocasionado que el ahorro privado presente estas características, entre ellas están los elementos cíclicos y contracíclicos que presenta la economía venezolana y la forma como se ha implementado la política económica, siendo en ocasiones inadecuada e insostenible. Esta inestabilidad económica está asociada a los shocks internos y externos.

En el caso venezolano, los acontecimientos generados a partir de 1983 pueden considerarse como factores importantes en la explicación de la caída del ahorro privado.

La economía venezolana por presentar un fuerte grado de apertura externa está propensa a shocks de naturaleza externa que, unidos a los de carácter interno, generan graves y profundos desequilibrios.

Dada la vinculación y la complejidad de las interrelaciones entre los shocks y los mecanismos a través de los cuales se transmiten a la economía, el ingreso presenta un fuerte deterioro, particularmente a partir de 1980, agudizándose más las restricciones de liquidez.

Unido a lo anterior, la economía venezolana ha presentado un proceso inflacionario bastante significativo, contribuyendo al deterioro de ese ingreso y su estabilidad. Igualmente, la alta variabilidad en el tipo de cambio tiende a generar efectos sobre el nivel de ingreso vía precios. Esto viene dado por la relación que existe entre el tipo de cambio y los precios, asociada a los desequilibrios fiscales y monetarios presentes.

El uso de la devaluación como mecanismo de tributación es un hecho de importancia que afecta el comportamiento del ahorro privado, porque ocasiona en los agentes económicos venezolanos una conducta precautiva (Zambrano et. al., 1996).

La fuga de capitales, adelanto en el consumo, adquisición de bienes durables y especulación financiera, son respuestas de los agentes económicos a los desequilibrios macroeconómicos y al deterioro del ahorro que éstos ocasionan.

ANÁLISIS ECONÓMETRICO DE LA DINÁMICA DEL AHORRO PRIVADO

El problema que se plantea consiste en identificar cuál es el modelo generador de datos que explica el comportamiento del ahorro en Venezuela. La respuesta a esta pregunta la dieron Dickey y Fuller (1979), quienes idearon un test que permite contrastar la hipótesis nula de no estacionariedad o de raíz unitaria.

En el caso de esta investigación, cada una de las variables consideradas fue sometida al test de raíz unitaria para verificar si correspondían a un proceso estacionario, en tendencia o en diferencias. A los efectos se utilizó el test de Dickey y Fuller aumentado (1981), recurriendo a distintos rezagos de las diferencias para identificar la alternativa que minimizara la suma de los residuos al cuadrado, cuyos resultados se muestran en el cuadro No. 1.

Cuadro No. 1. Test de Dickey y Fuller para la determinación de raíces unitarias

Variable	Sin tendencia		Con tendencia		Grado de integración
	Estadístico	Crítico*	Estadístico	Crítico	
vspv	-2.306634	-3.7204	-2.906629	-4.3738	
dvspv	-4.694904	-4.3738			I(1)
vyt	-3.602143	-3.7204	-4.110085	-4.3738	
dvyt	-4.822635	-4.3738			I(1)
vyp	-3.488621	-3.7204	-3.478726	-4.3738	
dvyp	-4.968575	-3.7343			I(1)
vm2	-2.880114	-3.7204	-4.235491	-4.3738	
dvm2	-5.828112	-3.7343			I(1)
vipc	-0.648203	-3.7204	-2.43138	-4.3738	
dvipc	-3.395287	-3.7343			
ddvipc	-4.984566	-3.7449			I(2)
vtirxa	-3.622975	-3.7204	-3.522917	-4.3738	
Dvtirxa	-4.825606	-3.7343			I(1)
Vtcr	-3.30193	-3.7204	-3.279198	-4.3738	
Dvtcr	-5.481507	-3.7343			I(1)
Vpib	-2.763886	-3.7204	-2.979653	-4.3738	
Dvpib	-4.374724	-3.7343			I(1)

*Nivel crítico 99%.

d= primera diferencia. dd= segunda diferencia. v= variación de la variable.

En los casos del ahorro privado (vspv), la tasa de interés ex-antes (vtirxa), tipo de cambio real (vtcr), producto interno bruto (vpib), ingreso transitorio (vyt), ingreso permanente (vyp) y la variable proxy m2, la evidencia favorece ampliamente la hipótesis de que estas variables no son estacionarias, lo cual condujo a la utilización de la primera diferencia para lograr la estacionariedad. Esto implica que dichas variables son integradas de orden 1, es decir son I(1).

El análisis del nivel de precios (vipc) es un caso especial, ya que la evidencia indica que es estacionario en segunda diferencia. Estudios realizados³ han verificado esta situación. En todo caso, lo correcto es incluir la aceleración inflacionaria ($\Delta\Delta\text{ipc}$) como variable explicativa.

El test de causalidad de Granger es fundamentalmente utilizado como una aproximación al grado de exogeneidad de las variables del modelo VAR y justificar la exclusión de algunas de ellas. Si bien, la no-causalidad en el sentido de Granger no implica necesariamente exogeneidad, este test es considerado como un recurso descriptivo útil en el caso de series de tiempo.

Las relaciones de causalidad con la prueba de Granger permiten cuestionar ciertos enfoques teóricos para explicar el comportamiento del ahorro privado en Venezuela. Así mismo, permiten derivar una interpretación de los factores determinantes del ahorro privado y de otras variables endógenas en el corto plazo.

Para cada una de las variables se aplicó el test de causalidad de Granger, cuyos resultados se muestran en el cuadro No 2.

Cuadro No. 2. Pruebas de Causalidad de Granger

<i>Hipótesis Nula</i>	<i>Estadístico F</i>	<i>Probabilidad</i>
vyt no causa spv	1.29006	0.29719
* vspv no causa vyt	5.61379	0.01161
*vyp no causa vspv	2.18050	0.20620
Vspv no causa vyp	0.39750	0.67719
* vipc no causa vspv	4.05849	0.05579
* vtirxa no causa vspv	2.51899	0.10575
Vspv no causa vtirxa	1.19619	0.32307
* vm2 no causa vspv	5.11960	0.03341
* vspv no causa vm2	3.77637	0.06432
* vticr no causa vspv	5.61560	0.02657
* vspv no causa vticr	3.01635	0.09581
*vpib no cuasa vspv	1.83712	0.27954
Vspv no causa vpib	0.08504	0.95592

*Se rechaza la hipótesis nula y por lo tanto existe causalidad en el sentido de Granger.

³ Véase por ejemplo: Johansen (1992), Psaradakis (1993). Para Venezuela, véase: Guerra (1994) y Sánchez (1996).

Se verifica una relación de causalidad desde el vipc (inflación) hacia el ahorro privado. A su vez, según los resultados obtenidos, se establece que la variable vipc es fuertemente exógena⁴ respecto al ahorro.

La causalidad de la inflación en el ahorro privado puede estar adscrita a distintos enfoques teóricos, tanto los que plantean un efecto positivo sobre el ahorro como aquellos que concluyen que el efecto es negativo.

La causalidad del pib (ingreso) hacia el ahorro privado, se verifica débilmente. Esto pareciera indicar existe hay cierto deterioro en la relación de este agregado con el ahorro privado en el tiempo.

Por su parte, las variables tipo de cambio real y el agregado monetario m2 presentan una relación de causalidad bidireccional con el ahorro privado.

En cuanto a la tasa de interés real ex-antes, la evidencia indica que la causalidad va de ésta al ahorro privado, según lo que establecen las teorías.

En el caso del ingreso transitorio, la evidencia establece que la relación es del ahorro hacia éste, en contradicción a lo que indica la teoría. Así mismo, en la relación del ahorro con el ingreso permanente, la causalidad va de éste al ahorro.

Frecuentemente se ha buscado en los trabajos empíricos recientes, una relación de largo plazo a ser incluida en el modelo. Sin embargo, antes de continuar es importante definir los conceptos.

El hecho de que la mayoría de las series económicas presentan una tendencia estocástica, invalida los procedimientos de inferencia usuales cuando la regresión se hace en niveles, ya que se viola el supuesto requerido de estacionariedad.

Un concepto relativamente reciente en la econometría moderna es el de la cointegración (Engle y Granger, 1987), el cual consiste en la obtención de una relación estadística que en promedio asocia el comportamiento de las variables durante el período en estudio.

⁴ Si la variable Y es explicada por X, y tanto los valores corrientes como los rezagos de Y no explican a X, entonces, X es fuertemente exógena para Y.

Dos o más series económicas están cointegradas, si existe una relación de largo plazo entre ellas, cuando puede obtenerse una relación de equilibrio que en promedio se mantiene a lo largo de un período determinado.

Se dice que una serie es integrada de primer orden o $I(1)$ si la primera diferencia de la serie (Δy) es estacionaria. En tanto que una serie es integrada de orden cero $I(0)$ si es estacionaria en sus niveles. Así, un vector ($N \times 1$) de series de tiempo Y esta cointegrado si cada una de las series que lo conforman son individualmente $I(1)$, existiendo un vector ($N \times 1$) no nulo a tal que la combinación lineal $a'y$ es estacionaria o $I(0)$. Al citado vector a se le conoce como *vector de cointegración*.

El enfoque seguido en este trabajo para la determinación de la relación de largo plazo, es la técnica de Johansen (1988), que se basa en la estimación de máxima verosimilitud con información completa (FIML), el cual adopta un enfoque multivariado.

Una vez comprobado que las variables consideradas se comportan como procesos integrados de orden $I(1)$ y haber analizado las relaciones de causalidad entre ellas, se procedió a derivar la relación de largo plazo entre las variables objeto de estudio.

Los shocks tanto estructurales como coyunturales alteran el perfil del pib, ipc, tigr y de la tirxa, lo cual tiene consecuencias en el análisis de cointegración. Previo a éste, es necesario obtener un modelo congruente, con normalidad, homocedasticidad, ausencia de autocorrelación en los residuos y constancia de los parámetros. La ausencia de congruencia afecta los resultados de la estimación del vector de cointegración.

El análisis de cointegración es complementado con el estudio de la estabilidad de la relación de equilibrio, a través del test de Chow (1960); así mismo, una visualización gráfica de los contrastes Cusum (Brow, 1975), de los test de residuos recursivos y de la estimación recursiva de los coeficientes, con el objeto de identificar los shocks exógenos en el período analizado.

En los gráficos No. 2, 3 y 4 se muestran los resultados de los test mencionados. El análisis de estos test sugiere la presencia de cambio estructural. A los efectos de la relación entre las variables del modelo, se consideró que los resultados de los test de estabilidad pueden ser interpretados a través de la incorporación de cuatro variables dummies a la regresión de cointegración, las cuales resultaron significativas.

Gráfico No. 2

Test de Estabilidad de los Coeficientes

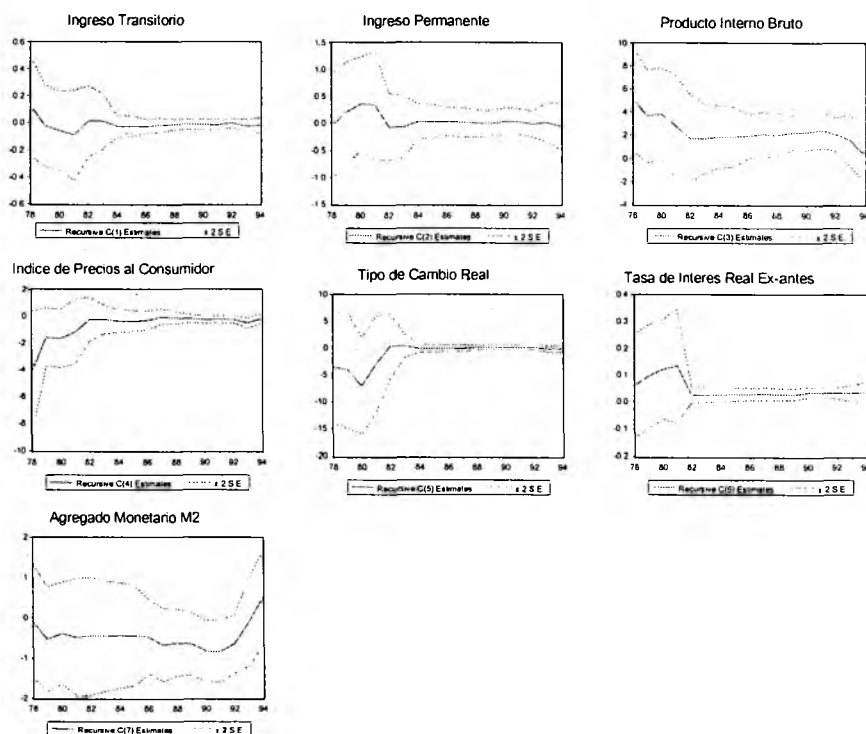


Gráfico No. 3

Test para Residuos Recursivos

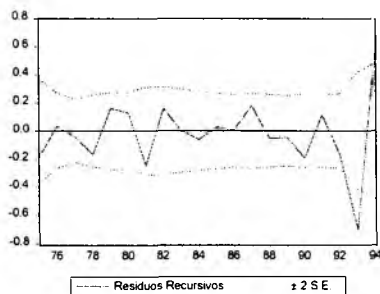
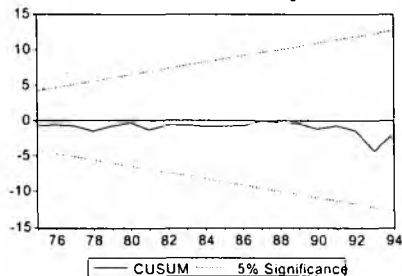


Gráfico No. 4

Test de Estabilidad de la Regresión



Una vez incluidas las variables dummies se obtiene un modelo razonablemente congruente, requisito inicial para un adecuado análisis de los vectores de

cointegración. Los resultados de la cointegración se muestran en los cuadros No. 3 y 4 y en el gráfico No. 5.

El cuadro No. 3 muestra que el estadístico basado en la traza de la matriz favorece la hipótesis de la existencia de cuatro relaciones de cointegración a un nivel de significancia del 99%; sin embargo, el examen de tales vectores permitió determinar que sólo uno tiene sentido desde el punto de vista económico⁵. El vector cointegrante normalizado se presenta en el cuadro No. 4 y permite establecer la siguiente ecuación de cointegración:

$$v_{spv} = 0.09778v_{yt} + 0.14948v_{yp} - 4.03739v_{pib} - 0.42437v_{ipc} - 0.19924v_{ticr} + 0.01579v_{tirxa} - 0.55324v_{m2}$$

Cuadro No. 3. Test de cointegración

Estadístico observado	Valor crítico*	Valor crítico**
248.3654	124.24	133.57
163.8182	99.15	103.18
100.9798	68.52	76.07
59.5232	47.21	54.46
32.4882	29.68	35.65
7.4506	15.41	20.04
1.0693	3.76	6.65

* Nivel crítico 95%. **Nivel crítico 99%.

Cuadro No. 4. Vector de cointegración normalizado

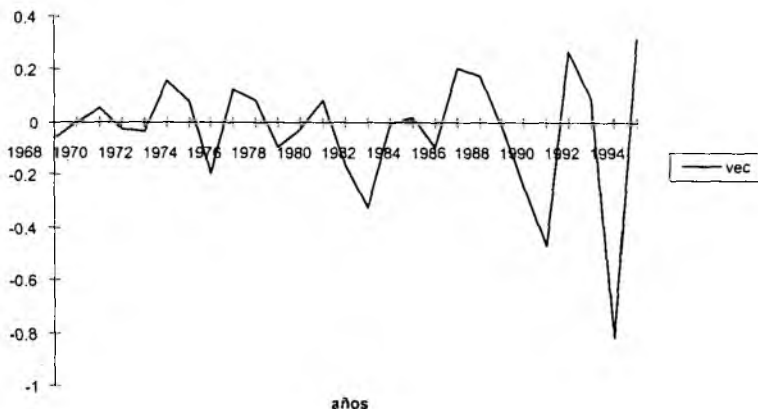
Variable	Vector
vspv	1.00000
vyt	0.09778
vyp	0.14948
vpib	4.03739
vpc	-0.42437
vticr	-0.19924
vtirxa	0.01579
vm2	-0.55324

* Nivel crítico 95%. **Nivel crítico 99%.

⁵ Desde el punto de vista económico los coeficientes del vector están acordes con la teoría económica.

En el gráfico No. 5 se muestra el vector de cointegración, correspondiente a las desviaciones en torno al equilibrio de largo plazo de la función de ahorro privado para Venezuela.

Gráfico No. 5. Vector de cointegración



El vector de cointegración muestra claramente una tendencia diferente en la relación de largo plazo, especialmente en el período 1983-1990 y otro de singular importancia registrado en 1993.

El período entre 1983-1990 está caracterizado por lapsos de recesión y auge con profundización de los desequilibrios estructurales. En este lapso, la aceleración inflacionaria, las modificaciones del tipo de cambio y los cambios positivos y negativos en el ingreso trajeron como consecuencia un desajuste en el ahorro privado, mostrando la existencia de fuertes desequilibrios.

Con respecto a 1993, la maxidevaluación del bolívar y una fuerte aceleración inflacionaria, evidencian las desviaciones respecto al equilibrio de la función de ahorro privado.

Con anterioridad a 1982, el vector de cointegración muestra una tendencia a no presentar desviaciones significativas en torno al equilibrio de largo plazo.

Una vez realizado el análisis en la estrategia de modelización, se procedió a la especificación y estimación del modelo VAR. Este modelo corresponde a la contraparte dinámica del equilibrio de cointegración, en él se incorporan las relaciones de corto plazo y los efectos de retroalimentación con los rezagos de las

variables en diferencias, con un mecanismo de ajuste al desequilibrio previo, denominado término de corrección de errores.

Un modelo VAR con dos rezagos sirvió como punto de partida para encontrar su representación parsimoniosa. En él se plantea la estimación conjunta de las variables $vspv$, vvt , vyp , $vpib$, $vtirc$, $vtirxa$ y $vm2$, incluyendo $\Delta\Delta vipc$ como variable exógena. También fue incluido en el sistema, la identidad que se generó del vector cointegrante conocido como modelo de corrección de errores. Igualmente, se incorporaron las variables dummies que representan los shocks tanto estructurales como coyunturales, las cuales fueron identificadas previamente.

Estadísticamente se acepta el cumplimiento de los supuestos fundamentales del modelo de regresión lineal y se confirma la estabilidad del mismo.

La forma estructural del modelo VAR resultante se define de la siguiente manera:

$$\Delta vspv_t = \sum_{i=0}^2 \beta_i (\Delta vspv_{t-i} + \Delta vvt_{t-i} + \Delta vyp_{t-i} + \Delta vpib_{t-i} + \Delta\Delta vipc_{t-i} + \Delta vtirc_{t-i} + \Delta vtirxa_{t-i} + \Delta vm2_{t-i}) + d75 + d80 + d89 + d90 + emc_{t-1} + u_t$$

donde:

$$emc_t = \Delta vspv - 0.0978\Delta vvt - 0.1495\Delta vyp + 4.0374\Delta vpib + 0.4244\Delta\Delta vipc + 0.1992\Delta vtirc - 0.0158\Delta vtirxa + 0.5532\Delta vm2 + emc_{t-1}$$

Los resultados de la estimación del modelo VAR se muestran en el cuadro No. 5⁶. Se observa que los parámetros estimados son significativos y la dinámica de la ecuación es compleja. Estos resultados sugieren la siguiente interpretación:

El efecto total del ingreso transitorio (vvt) sobre el ahorro privado ($vspv$) es negativo. A su vez, los coeficientes de los rezagos del ingreso transitorio son estadísticamente significativos. Este resultado estaría indicando, en una primera instancia, que los agentes económicos gastan su ingreso transitorio. Los ingresos no esperados se destinan a expandir el consumo y no a la acumulación de ahorro. Esto pudiera estar asociado con las restricciones de liquidez que afectan a los agentes económicos venezolanos.

⁶ Véase en el apéndice.

Por su parte, la relación entre el ingreso permanente (vyp) y el ahorro privado es positiva, siendo sus rezagos altamente significativos. En este caso, se puede decir que los agentes económicos privados ahorran del ingreso considerado permanente y gastan su ingreso transitorio.

En cuanto a la variable inflación ($vipc$), la evidencia indica que los rezagos de ésta son estadísticamente significativos y de signo negativo, siendo que el impacto del segundo rezago, de mayor significancia estadística. Por lo tanto, la aceleración inflacionaria para el segundo período tiene un efecto más significativo sobre el ahorro privado, generando un proceso de incertidumbre en los agentes económicos, en cuanto al retorno esperado en sus ahorros. Por otra parte, este resultado es congruente con el signo negativo del coeficiente del ingreso transitorio, ya que ello sugiere que durante períodos de inflación, los agentes económicos privados venezolanos gastan no sólo sus ingresos transitorios sino que comprometen sus ahorros previamente acumulados.

La evidencia muestra que sólo el primer rezago de la variable tasa de interés *ex-antes* ($vtirxa$) resultó ser estadísticamente significativo y de signo positivo. Una interpretación de esta situación pudiera estar asociada a una combinación de los condicionantes impuestos por la restricción de liquidez y el grado de fuerza del motivo precaución. En este caso, las familias encaran un alto nivel de incertidumbre en relación con los ingresos futuros, y al mismo tiempo, dificultades para obtener créditos compensatorios a caídas coyunturales del nivel de ingreso. En consecuencia, eventuales incrementos en la tasa de interés harían aumentar el atractivo por el ahorro.

En lo relativo al tipo de cambio ($vticr$), se observa que el efecto de esta variable sobre el ahorro no es el mismo, ya que para el primer período el impacto es negativo, de tal manera que genera un proceso de incertidumbre, en términos de desalentar el ahorro privado en Venezuela. El segundo rezago ejerce una influencia positiva sobre el ahorro.

Los resultados que el modelo arroja para la variable proxy $m2$ muestran que los rezagos de ésta tienen efectos diferentes sobre el ahorro privado. Aquí la interpretación estaría muy relacionada con el proceso inflacionario, lo cual modifica la tenencia de activos financieros.

Todo lo anterior es compatible con el signo que arrojan los rezagos del ahorro privado. Los dos rezagos de éste son estadísticamente significativos y de signo negativo, lo cual indica que los agentes económicos en Venezuela están desahorrando, situación que tiene aún más significado al analizar el modelo de corrección de error que se hace a continuación.

En lo que se refiere al modelo de corrección de errores, el coeficiente de éste debería ser negativo a fin de expresar el proceso de ajuste hacia el equilibrio de largo plazo (Guerra, Olivo y Sánchez, 1995).

El término de corrección de error, representado por la variable *emc* en la regresión en diferencias del ahorro privado, resultó con el signo esperado y estadísticamente significativo. Este término representa la velocidad de ajuste del ahorro privado al nivel de desequilibrio previo de largo plazo. En este caso, se puede decir que existe la presencia de un ajuste lento del ahorro privado al equilibrio, que viene dado por el valor estimado del coeficiente de *emc* relativamente bajo (0,24). Lo importante de este resultado está en la interpretación que de él se hace. Para el caso analizado, que corresponde a un período durante el cual han prevalecido los desequilibrios macroeconómicos se ha afectado substancialmente el comportamiento del ahorro privado. En este sentido, la consideración conjunta de la baja velocidad de ajuste del término de corrección de error y de la significancia estadística de las variables, tipo de cambio e inflación, que en este caso representan un proceso de incertidumbre, sugiere la siguiente interpretación: el hecho de que el modelo VAR evidencia una relación de causalidad entre depreciación cambiaria e inflación, estaría corroborando por una parte, la salida de capitales y por la otra la formación de expectativas inflacionarias, que es un problema de estabilización a corto plazo, donde, como es natural, el tipo de cambio desempeña un papel preponderante, así como también la incertidumbre generalizada. Así mismo, el hecho de que los rezagos del ahorro privado sean negativos al igual que el ingreso transitorio, lo que está confirmando es la estrecha relación entre los desequilibrios macroeconómicos y la pérdida de dinamismo del ahorro privado en Venezuela. Estos elementos ocasionan que los agentes económicos privados adapten sus decisiones ahorro-consumo.

Dos herramientas de suma importancia se derivan de la formulación de los modelos VAR: las funciones de impulso-respuesta que van a permitir la estimación de los efectos dinámicos de shocks o innovaciones, y es obtenida a través de una representación de promedios móviles del modelo VAR, y la segunda es la descomposición de la varianza del error de predicción.

La función impulso-respuesta representa un multiplicador dinámico que permite estimar en qué medida los efectos de una perturbación inicial en alguna variable endógena son ampliados a través de las reacciones en conjunto de las variables, y determinar si estos efectos son transitorios o permanentes.

Es importante señalar que los resultados obtenidos a partir de la función impulso-respuesta representan el comportamiento dinámico derivado única y ex-

clusivamente de shocks no anticipados en las variables endógenas, sin considerar la incidencia de las variables exógenas.

Por su parte, la descomposición de varianza, permite identificar la contribución de las perturbaciones en las distintas variables endógenas a la varianza en la predicción de cada una de ellas, en cada período de predicción.

En el caso del modelo VAR utilizado, el término de corrección de error no es propiamente una variable exógena, pues su trayectoria es afectada en el período muestral por la evolución de las variables endógenas.

Los resultados de simular los efectos de innovaciones en cada una de las variables endógenas, correspondientes a una desviación estándar, se muestran en el gráfico No. 6.

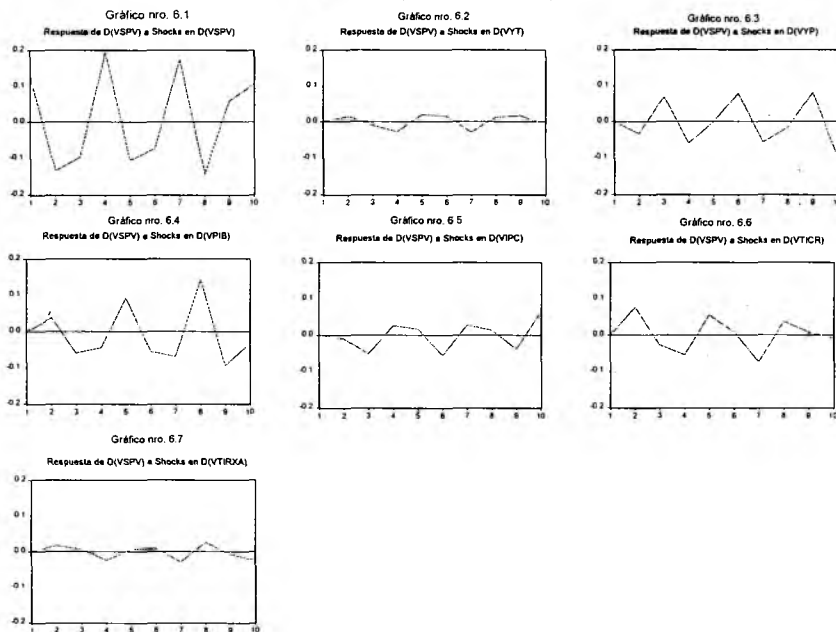
En el gráfico No. 6.2 se observa que la relevancia del ingreso transitorio sobre el ahorro privado es muy poca, por cuanto el efecto de un shock sobre v_{yt} lo sitúa en niveles cercanos a cero. Este resultado es acorde con lo obtenido en el modelo VAR, donde este ingreso se consume y no se ahorra. El gráfico No. 6.3 muestra la respuesta del ahorro privado a los cambios en el ingreso permanente. En este caso, los shocks en v_{yp} son de cierta intensidad manteniéndose a lo largo del período, pero con variabilidad. Por su parte, en el gráfico No. 6.4 se evidencia que los cambios en la variable v_{pib} , generan en el ahorro cierta variabilidad, lo que implica que los shocks sobre la economía tienden a ser de alguna manera permanentes. En cuanto al gráfico No. 6.5, se muestra que la influencia del proceso inflacionario v_{ipc} sobre el ahorro privado es menos variable, pero no menos significativo.

Los shocks en la inflación están generando consecuencias tanto positivas como negativas sobre el ahorro privado. Por otra parte, en los resultados que se muestran en el gráfico No. 6.6 se aprecia que los shocks en el tipo de cambio también tienden a ser variables y permanentes. Con relación a la tasa de interés ex-antes (v_{tirxa}) se observa que la influencia de ésta pareciera ser no significativa, ya que sus valores están muy cercanos a cero.

Con respecto a la descomposición de varianza, cuyos resultados se muestran en el cuadro No. 6 y el gráfico No. 7, éstos enfatizan las conclusiones que se obtuvieron de las funciones impulso respuesta.

De los resultados obtenidos se puede observar que la contribución de las innovaciones en el ahorro privado explican en gran medida el error de pronóstico del ahorro privado. También se muestra como la contribución de las innovacio-

GRAFICO Nro. 6
Funciones de Impulso Respuesta de D(VSPV)



La simulación del comportamiento dinámico derivado de shocks aleatorios evidenciaría una relación unidireccional del tipo de cambio y la inflación al ahorro privado en el largo plazo.

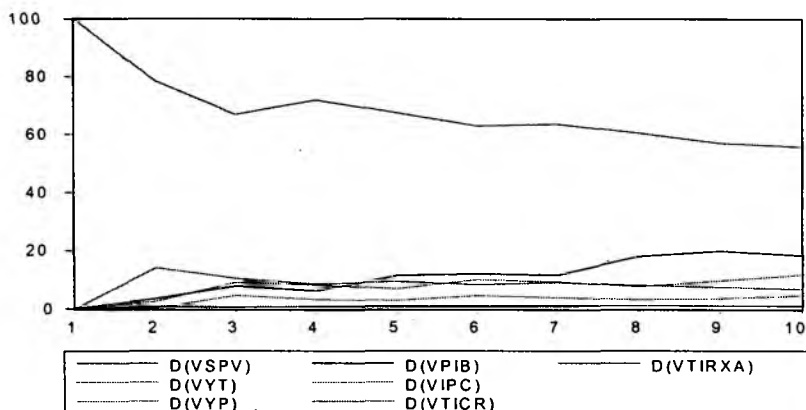
La importancia que se deriva de la función impulso-respuesta y de la descomposición de varianza está, en primer lugar, en la significancia que el ahorro privado sea explicado —en gran medida— por sus propios valores rezagados y las innovaciones en el conjunto de variables determinantes, lo que plantea una interpretación del ahorro privado en período $t-1$. Dado el proceso de incertidumbre en la economía como información relevante, el sector privado fijaría sus niveles de ahorro en S_{t-1} y esta decisión se tomaría asumiendo toda la información disponible en $t-1$. En el período t el ahorro se ajustaría para incorporar la nueva información no disponible en $t-1$. Por lo tanto, la revisión de la relación ahorro- consumo entre el período $t-1$ y t , sólo reflejaría las innovaciones en los determinantes de esta variable, ocasionando el lento ajuste hacia el equilibrio de largo plazo.

Cuadro No. 6. Descomposición de varianza de D(spv)

Varianza dependiente	Período	Error estándar	Innovaciones							
			DVSPV	DVYT	DVYP	DVPIB	DVIPC	DCTICR	DVTIRXA	DVM2
DVSPV	1	0.1249	100.00	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	2	0.2063	78.52	0.544	2.458	3.455	0.225	14.021	0.772	6.581
	3	0.2523	66.82	0.518	9.126	7.882	4.493	10.568	0.592	10.335
	4	0.3353	71.93	0.920	8.245	6.199	3.212	8.654	0.842	8.871
	5	0.3687	67.55	1.062	6.818	11.504	2.865	9.481	0.724	1.662
	6	0.3929	63.00	1.109	10.104	12.172	4.505	8.402	0.705	13.840
	7	0.4488	63.67	1.257	9.322	11.728	3.859	9.197	0.957	15.060
	8	0.4954	60.63	1.098	7.757	18.043	3.238	8.157	1.081	16.978
	9	0.5161	57.19	1.117	9.664	19.952	3.516	7.549	1.012	15.861
	10	0.5416	55.91	1.037	11.832	18.520	4.682	6.884	1.131	17.708

Gráfico No. 7

Descomposición de Varianza de D(VSPV)



IMPLICACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA

La dinámica del ahorro privado explicada en base a un modelo VAR de corrección de errores ha permitido abordarlo desde varios ángulos. En primer lugar, es posible diferenciar aspectos claves en la explicación del comportamiento y evolución del ahorro privado en el corto y largo plazo. En segundo lugar, se destacan las relaciones de causalidad en un contexto de simultaneidad entre las

variables. En tercer lugar, se explica el efecto de los shocks no anticipados en la economía.

En función de la ampliación de los elementos antes señalados, se establecen —en forma teórica— las posibles implicaciones económicas que pueden conducir a que la función de ahorro privado sea estable en el largo plazo. Así mismo, pueden confirmar la inestabilidad del ingreso como elemento determinante de la inestabilidad del ahorro privado.

En un contexto de incertidumbre, una tasa de inflación más alta reduce el deseo de ahorrar. Esta relación es congruente con otras formas de causalidad, es decir, la inflación tiene efectos en la estabilidad macroeconómica. Así mismo, la inestabilidad del tipo de cambio es también un elemento importante en el desequilibrio económico. Adicionalmente, si los desequilibrios monetarios y fiscales persisten, el desfase entre precios y tipo de cambio es insostenible a largo plazo, afectando la función de ahorro privado.

Estos resultados confirman que los desequilibrios macroeconómicos, tanto internos como externos de la economía venezolana, deterioran el ahorro privado. Esta posición se reafirma con el desahorro de las familias, porque simplemente gastan sus ahorros previamente acumulados, ya que los agentes económicos venezolanos miran hacia el futuro y explotan más o menos eficientemente la información de que disponen a la hora de formarse expectativas en torno a su ahorro. Por tal motivo, se hace necesario lograr la estabilidad de la función de ahorro.

El uso del tipo de cambio como ancla para los precios relativos tiene éxito cuando se le combina con un superávit fiscal de naturaleza estructural.

La utilización del tipo de cambio como ancla nominal pareciera ser adecuada, sin embargo, en un contexto de persistentes desequilibrios internos (fiscales y monetarios) se produce un desfase entre precios y tipo de cambio que se torna insostenible en el tiempo. La depreciación del tipo de cambio impulsa la inflación y en un contexto de desequilibrios macroeconómicos, su anclaje implica a una apreciación del tipo de cambio real y a presiones en la balanza de pagos.

¿Cuál debe ser la respuesta de política económica que permita que la función de ahorro privado sea estable?

De lo antes expuesto surgen dos objetivos gemelos: el de estabilizar la economía y el de generar un ambiente macroeconómico propicio para la reactivación económica. Estos objetivos son congruentes en el mediano y largo plazo

con el crecimiento sostenido de la economía. Estos resultados se reafirman en el punto siguiente.

Como se mencionó anteriormente, las familias, en períodos de inflación, gastan no sólo sus ingresos considerados transitorios, sino que comprometen sus ahorros previamente acumulados. Este resultado no es extraño en el contexto de un país en desarrollo⁷ y suele estar asociado a las restricciones de liquidez que afectan a gran parte de los agentes económicos en Venezuela, que los llevan a consumir sus rentas extraordinarias. Esto resalta la importancia de la estabilidad económica.

Bajo un proceso de incertidumbre, el ingreso tiende a ser inestable. Por lo tanto, el análisis de la función de impulso-respuesta del ingreso transitorio puede ser de particular interés, en tanto intenta determinar la respuesta del ingreso a perturbaciones en lo monetario, cambiario, financiero y externo. En consecuencia, aproximar las implicaciones de política económica para lograr la estabilización del ingreso y, por supuesto, del ahorro privado.

Estos resultados, que se muestran en el gráfico No. 8 parecen indicar que la reacción del ingreso transitorio ante shocks en las variables ipc, tigr y tirxa no son irrelevantes, por el contrario, reflejan la alta variabilidad de éste ante perturbaciones en las variables mencionadas. Así mismo, los efectos no parecen ser transitorios, más bien permanentes.

Esto estaría corroborando la inestabilidad en el ingreso y -por tanto- en el ahorro privado, producto del proceso de incertidumbre en la economía, situación asociada a los desequilibrios monetarios, fiscales y de orden externo que afectan de manera decisiva a las variables antes mencionadas. Adicionalmente, los shocks de política económica, también han influido en estos resultados.

Procesos inflacionarios crecientes y maxidevaluaciones, demuestran la ineficiencia de la política económica para erradicar los desequilibrios macroeconómicos. En esta situación, y dada la vinculación y complejidad de las interrelaciones entre estos shocks y los mecanismos a través de los cuales se transmiten a la economía, el ingreso presenta un fuerte deterioro, agudizando las restricciones de liquidez en la economía venezolana.

En función de lo anterior, las implicaciones de política económica son inmediatas. Uno de los aportes de estos resultados es que llevan implícito la necesi-

⁷ Deaton (1989) obtiene resultados similares.

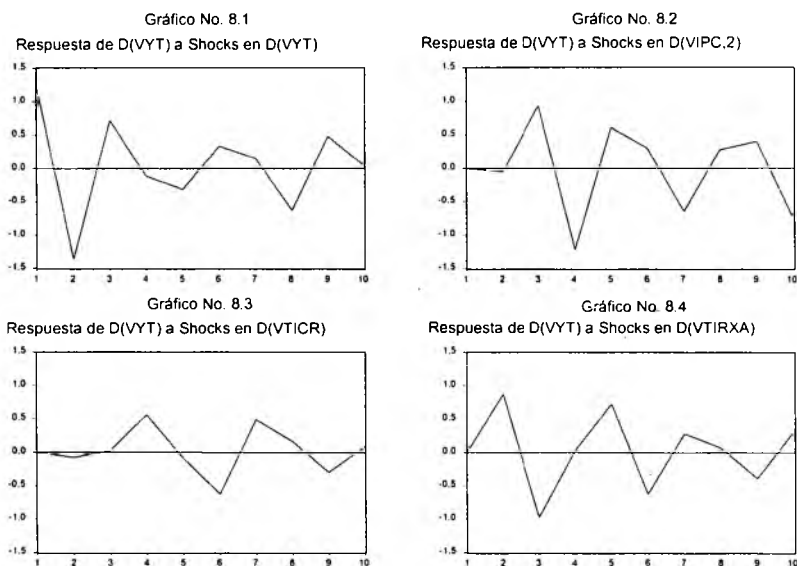
dad de lograr la estabilidad macroeconómica, propicia para la reactivación económica y que es congruente -en el mediano y largo plazo con un crecimiento sostenido.

En este contexto, la política económica que permita maximizar el bienestar debe conocer el valor de los parámetros y las propiedades estocásticas de las variables, así como la naturaleza de las perturbaciones.

En la medida que se acepte el carácter endógeno del ingreso y se admitan las restricciones de liquidez, las medidas de políticas económicas que, siendo o no anticipadas afecten a dichas variables, tendrán efectos reales en el nivel del ahorro privado.

Gráfico No. 8

Funciones de Impulso Respuesta de D(VYT)



La persistencia de los desequilibrios macroeconómicos ha ocasionado una significativa pérdida de dinamismo del ahorro privado; así mismo, las restricciones de liquidez han generado que los agentes económicos privados en Venezuela desahorren, destinando su ingreso y sus ahorros acumulados, al consumo.

El vector de cointegración graficado en la sección 3 muestra claramente la tendencia en la relación de largo plazo, fundamentalmente a partir de 1983, pe-

riodo en el cual se agudiza el proceso inflacionario, los problemas cambiarios y el deterioro del ingreso; así mismo, se acentúa la incertidumbre en la economía.

La dinámica de ajuste del ahorro privado, que en el período analizado es lento, implica que la tasa de inflación, el tipo de cambio y el ingreso interactúan todos en una modalidad compleja de acuerdo con las distintas reglas de política monetaria y fiscal, y a los shocks aleatorios. Los comportamientos que tienden a desviar a las variables de sus estados estacionarios originan variaciones en el ahorro privado.

La presencia de un ajuste lento del ahorro privado a los desequilibrios previos (aproximadamente un año) es de particular relevancia, ya que implica una importante pérdida de dinamismo en el ahorro privado, bien sea por el incremento sostenido en los precios que afecta el ingreso, o por las fuertes variaciones en el tipo de cambio. Esto último, unido a otras situaciones coyunturales genera la fuga del ahorro privado hacia el exterior. Estos desequilibrios previos (corto plazo) ocasionan que los agentes económicos privados desahorren, como productores de un cambio en las decisiones ahorro-consumo.

El análisis conduce a establecer que los agentes económicos realizan ajustes en función de las desviaciones fuera de su tendencia de las variables que determinan su comportamiento, en respuesta a los cambios coyunturales, pérdida de información e inercia, que se generan en la economía.

Para el período en estudio es factible suponer que el desequilibrio en las variables determinantes de la conducta del ahorro privado es mayor, debido a los diferentes shocks, tanto internos como externos, que afectan a la economía; adicionalmente, está presente la ineficacia de la política económica para corregir estos desequilibrios, lo cual es percibido por los agentes como una situación de incertidumbre.

Dado que el coeficiente del término de corrección de error (emc) es bajo, se establecen que el período debe ser lo suficientemente largo, de tal forma que el ajuste en el ahorro privado, sea completo.

El modelo de corrección de errores (MCE), representado a través del término de corrección de error, explica de esta manera, el comportamiento del ahorro privado durante el lapso de estudio. El MCE recoge así una forma particular de expectativas. Se producen dos dinámicas simultáneas: un ajuste hacia una norma de ahorro privado deseado y el desplazamiento en el tiempo de esta norma.

En el caso estudiado, el MCE describe la dinámica que recoge las variaciones en el corto plazo del nivel deseado de ahorro asociadas a la formación de

expectativas, el ajuste hacia una norma de largo plazo y la inercia que se produce en este proceso.

Lo más significativo que surge de este análisis es que sigue estando presente la necesidad de estabilizar la economía. La corrección de los desequilibrios macroeconómicos permitirá un ajuste más rápido y en todo caso, la incertidumbre asociada a estos desequilibrios se reducirá, por lo tanto, la información relevante para los agentes económicos no sería la incertidumbre para la toma de decisiones en cuanto al ahorro futuro.

Se necesita una política económica que tienda a estabilizar los precios y un ajuste fiscal creíble. En todo caso, la evidencia empírica analizada pone de manifiesto la pugna distributiva que subyace en todo proceso inflacionario, porque – en esta situación- el ingreso depende tanto de los precios corrientes como de los precios del pasado; además, están presentes en la economía las restricciones externas y fiscales.

Se hace importante, entonces, una política de estabilización encaminada a corregir las fluctuaciones económicas (evitando tanto las recesiones como las expansiones excesivas) a fin de lograr un crecimiento sostenido y estable con un empleo de los recursos lo más próximo al pleno, y evitando y corrigiendo aquellos desequilibrios (inflación, déficit fiscal, déficit en cuenta corriente y alta variación del tipo de cambio).

En el contexto de una economía abierta, las externalidades juegan un papel significativo, ya que hay interacciones producidas a través de las variables externas que actúan como canales de transmisión. De ahí que la política económica que se lleve a cabo tome en cuenta estos elementos.

Es claro que, con ciertos matices, prevalece la idea de que el sector privado puede poseer una capacidad de respuesta mayor que el Estado en los procesos de apertura, ajuste estructural y movilización de ahorro e inversión.

Sin embargo, caer en la simplificación excesiva de pensar que la mera reducción del sector público mediante procesos de privatizaciones y de las desregulaciones sería suficiente para inducir una respuesta satisfactoria del sector privado en la generación de ahorro e inversión y en el mejoramiento de la eficiencia que se requiere para la modernización de la economía, es peligroso. Es necesario establecer un ambiente macroeconómico propicio que tenga como base la apertura de la economía, la estabilidad monetaria, fiscal y financiera y que, por lo tanto, faciliten que el sistema de producción pueda reaccionar no a precios ficticios sino a señales del mercado nacional, como mecanismo de asignación de recursos reales y financieros.

CONCLUSIONES

En este trabajo se han examinado algunas de las características importantes en cuanto al comportamiento del ahorro privado en el lapso 1968-1994. El deterioro de la tasa de ahorro privado, según lo indica la evidencia empírica, está asociado a la inestabilidad de la economía y la incertidumbre, confirmando la hipótesis planteada.

Los resultados de la cointegración, la prueba de causalidad de Granger y el análisis de descomposición de varianza, evidencian una fuerte relación de corto y largo plazo entre ingreso transitorio, ingreso permanente, inflación, tipo de cambio, tasa de interés *ex-antes*, el agregado monetario *m2* y el ahorro privado. De esta forma parecen validarse los enfoques que destacan la influencia de estas variables sobre el ahorro privado. No obstante, los resultados del ingreso transitorio contradicen lo postulado por la teoría del ingreso permanente.

Los resultados de estimar un modelo VAR con mecanismo de corrección de error evidencian que los agentes económicos consumen todo su ingreso transitorio y ahorran lo que se puede denominar su ingreso permanente. Así mismo, las variables inflación y tipo de cambio que se incluyeron como medida de incertidumbre resultaron con el signo apropiado y estadísticamente significativas. En este caso, el proceso inflacionario tiende a minar el ahorro privado y genera incertidumbre en los agentes económicos privados, en Venezuela, respecto a la tasa de retorno del ahorro. A su vez, la variabilidad en el tipo de cambio crea las condiciones para las salidas de capital y dada la causalidad bidireccional entre estas dos variables, la incertidumbre y el riesgo en la economía son mayores, deteriorándose aún más el ahorro privado.

Esta conclusión es consistente con la forma en que se comporta el ingreso transitorio, lo que sugiere que en períodos de inflación alta los agentes económicos gastan no sólo sus ingresos transitorios, sino que comprometen sus ahorros previamente acumulados.

Por su parte, el ajuste del ahorro privado a los desequilibrios previos resultó ser bastante lento, lo cual se evidenció en el bajo valor del coeficiente del modelo de corrección de error (*emc*). Esto es congruente con el grado de incertidumbre reinante en la economía y los desequilibrios macroeconómicos en el período en estudio.

De lo anterior se confirman los efectos de la incertidumbre sobre el ahorro. De las variadas formas que se ha especificado en la literatura, este trabajo postula a la incertidumbre como un fenómeno asociado a una percepción de inestabilidad de la economía y de las políticas del país. Dichos desequilibrios

contribuyen a acotar los horizontes de decisión de los agentes económicos, incentivando así el adelanto en el consumo.

Una condición necesaria para estimular el ahorro en los próximos años consiste en la estabilidad macroeconómica; se trata de corregir los desequilibrios en la economía que alimentan incrementos en los precios.

Dado que el aumento en el ingreso constituye la forma más eficaz de incrementar el nivel de ahorro privado en Venezuela, cabe preguntarse cómo estimular de manera endógena el crecimiento de la economía en los próximos años. Se plantea que una estrategia encaminada a estimular el ahorro rebasa el límite de las políticas de corto plazo; es decir, que éstas serían una condición necesaria pero no suficiente.

En la medida que se acepte el carácter endógeno del ingreso, las medidas de política económica que, siendo o no anticipadas afecten a las variables determinantes, tendrán efectos reales en el nivel del ahorro.

APÉNDICE

Cuadro No. 5. Estimación modelo VAR. Variable dependiente $\Delta vspv$

<i>Variable</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Estadístico t</i>	<i>Prob.</i>
C	0.0991	-24.6765	0.0016
$\Delta vspv_{t-1}$	-0.6650	-12.8670	0.0060
$\Delta vspv_{t-2}$	-1.6339	-34.6500	0.0008
Δvyl_{t-1}	-0.0860	-6.0279	0.0264
Δvyl_{t-2}	-0.1441	-12.0344	0.0068
Δvyp_{t-1}	0.4786	13.1532	0.0057
Δvyp_{t-2}	0.2310	10.4057	0.0091
$\Delta vpib_{t-1}$	3.2793	10.1617	0.0095
$\Delta vpib_{t-2}$	-0.8790	-3.9250	0.0592
$\Delta \Delta vipc_{t-1}$	-0.1053	-5.4975	0.0315
$\Delta \Delta vipc_{t-2}$	-1.7964	-22.2091	0.0020
$\Delta vticr_{t-1}$	-2.3770	-10.1449	0.0096
$\Delta vticr_{t-2}$	0.5950	4.0508	0.0559
$\Delta vtirxa_{t-1}$	0.0250	18.6992	0.0028
$\Delta vtirxa_{t-2}$	0.0044	0.9717	0.4337
$\Delta vm2_{t-1}$	3.4994	22.9712	0.0019
$\Delta vm2_{t-2}$	-3.2207	-14.9481	0.0044
$Eimc_{t-1}$	-0.2431	-2.8622	0.1035
D75	-0.5039	-14.6765	0.0046
D80	-0.7137	-16.9946	0.0034
D89	-0.4330	-5.1692	0.0354
D90	-0.8014	-24.6193	0.0016
R^2		0.9999	
R^2 ajustado		0.9990	
Suma de residuos al cuadrado		0.0003	
Error estándar de la regresión		0.0119	
Estadístico DW		2.2220	
Estadístico F		1163.93	0.0009
Autocorrelación CHI-SQ(4)		0.8071	0.9370
Normalidad CHI-SQ(2)		1.2373	0.5390
Heteroscedasticidad CHI-SQ(2)		0.1357	0.7130
Forma Funcional CHI-SQ(2)		1.7188	0.1900

Cuadro No. 6. Agregados macroeconómicos: 1968-1994
(MM de Bs. a precios de 1984)

Años	spv (1)	pib	tigr	lpc	tirxa	M2
1968	45280	267559	5.3	28.6	1.2	40894
1969	43921	278717	5.5	29.1	1.7	45112
1970	52910	300024	5.6	29.5	1.1	48439
1971	51347	309238	5.6	30.5	0.9	56771
1972	55327	319311	5.6	31.3	0.7	64942
1973	64413	332860	5.6	32.5	-0.7	75834
1974	68773	359859	5.8	35.7	-6.0	90396
1975	57700	381693	5.7	39.1	-3.3	119920
1976	68792	415172	5.6	42.1	-3.0	137752
1977	71740	443080	5.6	45.4	-2.1	154536
1978	58070	452555	5.6	48.5	-2.1	159084
1979	53214	458599	5.5	53.9	-9.9	160750
1980	58191	449480	5.2	66.1	-11.1	167228
1981	45428	448123	4.9	77.4	-4.9	173864
1982	35814	451180	4.8	85.1	-0.4	169618
1983	35182	425837	9.3	89.7	1.3	189031
1984	31766	420072	12.5	100.0	-3.2	179869
1985	33333	420884	12.8	111.2	2.3	181919
1986	42997	448285	16.9	124.4	3.4	191310
1987	52820	464341	18.9	166.3	-19.2	183386
1988	58475	491372	18.6	208.1	-14.7	166948
1989	45759	449262	12.2	405.5	-29.1	135335
1990	31100	478320	11.0	542.0	-3.8	159844
1991	34685	524860	10.4	726.1	-1.2	182073
1992	36323	556669	9.8	955.9	2.7	164896
1993	20009	558202	9.7	1302.3	8.0	145333
1994	35033	542794	10.4	2151.8	-16.9	162865

Nota: SPV: Ahorro Sector Privado.

PIB: Producto Interno Bruto.

IPC: Índice de Precios al Consumidor.

TIRXA: Tasa Interna Real Ex-Antes.

TICR: Tipo de Cambio Real.

M2: Agregado Monetario.

(1) Se utilizó la metodología establecida en el trabajo: "El ahorro privado en Venezuela. Tendencias y determinantes", Zambrano et. al. 1996.

Fuente: BCV, "Informe económico", *Anuario de cuentas nacionales*, cálculos propios.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aghevli, B.B. (et. al.) (1990), *The Role of National Saving in the World Economy: Recent Trends Prospects*, FMI, Marzo, Washington.

Bailey, M. (1971), *National Income and the Price Level*, 2da edición, McGraw Hill, New York.

Brown, R.L., J. Durbin and J.M. Evans (1975), "Techniques for Testing the Constancy of

- Regression Relations Over Time", *Journal of the Royal Statistical Society*, No 102.
- Casillas, Luis (1988), "The Determinants of Savings Rates in Latin America. A Survey", Departamento de Desarrollo Económico y Social, *Banco Interamericano de Desarrollo*. Washington.
- Chow, G.C. (1960), "Test of Equality Between Sets of Coefficients in two Linear Regression", *Econometría*, No 28.
- Clavijo, Sergio (1989), "Ingreso Permanente y Transitorio: ¿Qué tanto ahorran (o consumen) los colombianos?", *Coyuntura Económica*, Vol. XIX, No. 3.
- Deaton, A. (1989), "Saving and the Developing Countries: Theory and Review", Trabajo presentado en el *First Annual World Bank Conference in Development Economic*.
- Dickey, D.A., and W.A Fuller (1979), "Distribution of the Estimators for Autoregressive Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, No 74.
- (1981) "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Econometría*, No 74 .
- Engle, R.F. and C.W.J. Granger (1987), "Cointegration and Error Correction Representation, Estimation and Testing" *Econometría*, vol. 55, No 2.
- Fischer, Stanley (1991), "Growth, Macroeconomics and Development", *Macroeconomics Annual*, National Bureau of Economic Research.
- Foxley, Juan (1986), "Determinantes Económicos del Ahorro Nacional: Chile 1963-1983", *Cuadernos de Economía*, No 68.
- Fry, Maxwell (1980), "Saving, Investment, Growth and the cost of Financial Repression", *World Development*.
- Friedman, Milton (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University.
- Gómez-Oliver, Antonio (1989), "Private Consumption and Saving: the caso the México y Chile", *Documento de trabajo*, FMI.
- Guerra, José (1994), *Raíces unitarias en las series económicas de Venezuela*, Mimeo.
- , V. Olivo y G. Sánchez (1995), *El proceso inflacionario en Venezuela. Un estudio con vectores autorregresivos*, Mimeo.
- Granger, C.W.J. (1969), "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods", *Econometría*, No 37.

- (1983), *Cointegrated Variables and Error-Correcting Models*, University of California.
- Johansen, S. (1988), "Statistical Analysis of Cointegration Vector", *Journal of Economics, Dynamics and Control*, No 12.
- McKinnon, Ronald (1973), *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington.
- Ocampo, J. A., J. L. Londoño y L. Villar (1985), "Ahorro e inversión en Colombia" *Coyuntura Económica*, Junio.
- Mayer, Thomas (1972), *Permanent Income, Wealth and Consumption: A Critique of the Permanent Income Theory, the Lyfe Cycle Hypothesis and Related Theories*, Berkeley.
- McDonald, Donogh (1983), *Determinantes del comportamiento del ahorro en América Latina*, FMI, Washington.
- Psaradakis, Zacharias (1993), "The Demand for Money in Greece: An Exercise in Econometric Modelling with Cointegrated Variables", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 55.
- Sánchez, Gustavo (1995), "Un Modelo de Demanda de Dinero para Venezuela: 1982-1994" *Revista BCV*, vol. IX, Caracas.
- Shaw, Edward (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.
- Zambrano, Luis y otros (1996), "El Ahorro Privado en Venezuela: Tendencias y Determinantes" *Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales*, UCAB, Caracas.

GLOBALIZACIÓN Y EMPRESAS GLOBALES

EDNA ESTEVES

ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN-UCV

Resumen:

En este trabajo se aborda uno de los aspectos más importantes de la globalización, con especial referencia a la América Latina, como es el nuevo carácter que asume la relación centro-periferia a través de las "empresas globales". Concretamente, el papel que desempeñan, en forma conjunta y "complementaria", las transnacionales, las mega empresas, las pequeñas, medianas y microempresas en algunas actividades productivas, financieras y de servicios. Sin embargo, esta nueva estrategia que crea la apariencia de pertenencia al Primer Mundo no es más, que una política global, transnacional y temporal, que responde a una coyuntura determinada y a objetivos muy concretos de los países desarrollados y sus respectivas empresas.

Palabras claves: Globalización, América Latina, transnacionales, mega empresas, Pymes, microempresas.

1. GLOBALIZACIÓN Y SOCIEDAD MUNDIAL

La globalización, espacialmente, es planetaria. Los países desarrollados y subdesarrollados, los países poderosos y los débiles, los ricos y pobres o miserables, los países grandes y chicos, todos, forman parte del mundo global. Por consiguiente, pareciera llegar a su fin la explotación y desigualdades que existen entre dichos países, dando la falsa impresión de que el límite entre el Norte y el Sur, entre centro y periferia se diluye, desaparece. El desarrollo está al alcance de todos, dicen. La palabra mágica es el "conocimiento". Sólo hay que generar conocimiento. Accesar a la información. El conocimiento y la educación es de y para todos. Ahora, nadie queda excluido. El desarrollo depende de la velocidad, de la rapidez o lentitud para asimilar ese conocimiento, apunta A. Toffler (1991) uno de los primeros autores en destacar el papel del conocimiento, el capital intelectual como factor de producción fundamental de la nueva era (Cap II y IV).

Plantear el problema de esta manera, significa que la "decisión" de permanecer o no en la ignorancia corresponde a los países subdesarrollados. O se anotan con los ganadores o con los perdedores. Ahora, la "oportunidad" y la "libertad" de elegir está a su alcance, señalan. Sin embargo, parecieran olvidar que existen 113 millones de niños que no tienen acceso a la enseñanza primaria, obligatoria y gratuita, 842 millones de adultos analfabetas, 80% de la población mundial indigente mundial. Entonces ¿quién tiene acceso al conocimiento? Obviamente, el 20% de la población mundial que concentra el 85% de la riqueza total, que además posee el 90 % del parque mundial de las computadoras, el 80% de las inversiones y el 83% del comercio mundial (Pasqualli, 1998). Es

decir, los que controlan la producción, el mercado, las finanzas, las investigaciones científico-técnicas, el conocimiento, la riqueza y el poder. Los amos del mundo.

Hoy como ayer, existen ganadores y perdedores, poderosos que mandan y débiles que obedecen, aunque éstos sean sus socios. La brecha entre países del Norte y del Sur no sólo se amplía sino que incorpora un nuevo elemento que los distancia, la brecha digital. Así, el dominio de la tecnología, el conocimiento y la riqueza se localiza en los países del Norte mientras el poderío de la pobreza se localiza en los países del Sur, sólo que ésta coexiste con áreas matizadas del Norte en el Sur. Precisamente, éstas áreas, zonas o islas que forman parte del mundo global crean la utopía de que el Sur ya no existe, que es parte del Norte. Sólo existe la aldea global. ¿Será que la tendencia es hacia la homogeneización espacial? Veamos:

A diferencia de los modelos capitalistas que han predominado en épocas anteriores, la globalización, ciertamente, se manifiesta en las actividades productivas, comerciales, financieras y de servicios de la sociedad mundial y ahora, en el campo virtual. De modo que la homogenización de sectores o áreas de la sociedad, tanto en los países desarrollados como en los subdesarrollados es una realidad insoslayable. En este espacio global en el cual se utiliza el mismo lenguaje, aunque no el mismo idioma; circulan las mismas mercancías aunque no al mismo precio; se producen bienes y servicios con la misma tecnología aunque es distinta la participación de sus miembros; se navega en la autopista de la información hacia los más recónditos lugares, se negocian los mismos artículos, películas y otros. El acceso a la información, sucesos, acontecimientos terrenales o espaciales se realizan en el instante en que se producen, la comunicación fluye en el ciberespacio a través de Internet y el correo electrónico, así como los virus informáticos que se propagan en cascada por la red, independientemente de la voluntad del usuario. Es decir, la globalización crea la apariencia de pertenencia al Primer Mundo.

Sin embargo, la otra parte de la realidad del Tercer Mundo, con la excepción de estas zonas dispersas, la constituyen grandes regiones ávidas de conocimiento en donde el 80% de la población dispone del 15% de la riqueza mundial, más del 20% de la población económicamente activa está desempleada, el salario mínimo no cubre la canasta alimentaria y menos aún la básica, la economía informal se acerca al 50% de la población, arrastrando inclusive a algunos profesionales; la moneda se devalúa a un ritmo sin precedentes superando la inflación, lo cual, a su vez, minimiza cada vez más el poder adquisitivo de la población de menos recursos creando una nueva forma de pobreza, la pobreza crítica y la pobreza atroz. ¿Entonces, participamos todos en la globalización? ¿Quiénes tienen acceso a la información: los que quieren o los que pueden?

¿Las pequeñas islas que forman parte de la aldea global? ¿Será que la mayoría de los habitantes del Tercer Mundo somos analfabetas funcionales, que leemos pero no comprendemos? Mientras unos piensan, otros acatan. ¿O es que somos excesivamente lentos y mientras aprendemos, por ejemplo, la informática de la primera generación o de un simple celular, ya las innovaciones en el Primer Mundo transitan hacia la tercera o novena generación, respectivamente, ampliándose cada vez más la brecha, a pesar de la globalización.

En otras palabras, las desigualdades económicas y sociales, así como las contradicciones típicas del capitalismo de ayer, de hoy y de mañana se mantienen. Situación que difícilmente pueda cambiar en los próximos 50 años. De manera que si bien es cierto que estamos en presencia de un mundo global, también es cierto que dicho proceso es la continuidad histórica del desarrollo capitalista, con nuevas características, desigualdades y contradicciones, así como nuevas formas en la relación centro-periferia. Cuestión que en esta oportunidad abordaré a través de las empresas que denomino globales, fundamentalmente, las Mega, las medianas, las pequeñas y el micro empresas.

2. EMPRESAS GLOBALES

El proceso de globalización, a nuestro parecer, constituye una nueva fase del capitalismo monopolístico transnacional. Por consiguiente, en su esencia, la relación entre capital y trabajo, subyacen las nuevas formas que asume la relación centro-periferia, de acuerdo a la dinámica capitalista.

2.1. Antecedentes

En los últimos años, se viene observando la aparición de un nuevo tipo de empresas acorde con la nueva realidad, las cuales tienen su origen en las organizaciones monopolísticas u oligopólicas de finales del siglo pasado (siglo XIX).

En efecto, las organizaciones monopolísticas u oligopólicas producto del proceso de concentración y centralización del capital, de la producción y de la tecnología (los más conocidos: *sindicatos*, *cartels*, *trust* y *consorcios*) constituyen los pioneros en el campo. Para diferenciarlos, los agrupamos y denominamos *monopolios de primera generación*. Ahora bien, una de las características fundamentales de estos monopolios, en relación con el tema que nos ocupa, se refiere a la existencia de una casa matriz en el país desarrollado y de una serie de filiales o subsidiarias diseminadas a nivel mundial, con el propósito de explotar los productos primarios (agrícolas, ganaderos, mineros y/o petroleros) en los países subdesarrollados y exportarlos hacia los países desarrollados; por ejem-

plo, la explotación de petróleo en Venezuela por parte de la Standard Oil Co (hoy Exxon) y la Royal Dutch Shell, su rival. De modo que la relación entre la periferia y los países del centro se realiza a través de la división internacional del trabajo, con lo cual se desarrolla el espacio internacional, mundial (Esteves, 1986).

A mediados del Siglo XX, el proceso de internacionalización crea *nuevas formas monopólicas u oligopólicas, que designo como de segunda generación. Nos referimos a las Corporaciones Internacionales, Multinacionales o Transnacionales*. Empresas complejas que, a mediados de los sesenta, se desarrollan y expanden sobre la base de la "nueva" división internacional del trabajo, de nuevas tecnologías y procesos lo cual, a su vez, propicia cambios importantes en la sociedad industrial de la periferia. Así, la industrialización por sustitución de importaciones que entonces se lleva a efecto en América Latina presenta síntomas de agotamiento. La razón fundamental estriba en que el capital nacional de los países de la región, prácticamente, es inexistente dado que, las importaciones de equipos y tecnología obsoleta, los gastos en funcionamiento, y otros, consumen la mayor parte de los recursos que se generan en el sector, dificultando así la posibilidad del ahorro, la acumulación del capital, sin el cual es imposible pretender lograr el desarrollo capitalista. De modo que la solución entonces, como ahora, se orientó hacia la eliminación de restricciones económicas y políticas de estímulos para atraer a la inversión extranjera, en un contexto en el cual aún predominaban los lineamientos proteccionistas. El resultado fue la captura del parque industrial latinoamericano por parte de las transnacionales. El propósito: producir o ensamblar localmente los productos manufacturados para abastecer el mercado interno, en lugar de importarlos de los países desarrollados, como otrora. Posteriormente, en las décadas de los setenta y de los ochenta, en pleno período de crisis económica internacional, se modifica el modelo de industrialización por sustitución de importaciones por el de sustitución de exportaciones, más conocido por Redespiegue Industrial. Las pautas nuevamente las dictan las transnacionales las cuales crean las maquilas, impulsan las zonas francas y otras factorías o emporios en la periferia, con la finalidad de producir conjuntamente, centro y periferia, partes y piezas con destino a la exportación y no para el mercado interno del país en cuestión. De modo que la nueva división internacional del trabajo posibilita la creación del espacio global, a nivel internacional.

En la década de los noventa, la evolución de la ciencia y de la tecnología, fundamentalmente, la informática, la cibernética, la industria espacial y las telecomunicaciones así como el proceso de internacionalización del capital, de la producción, del comercio, de los servicios, de la tecnología y del conocimiento conducen a la creación de *monopolios u oligopolios* que denominamos *de tercera generación* para destacar el poder que representan. Entre ellos, por ahora,

mencionamos las Alianzas Estratégicas Transnacionales y las Megaempresas, siendo esta última la nueva célula del poder capitalista global.

Ahora bien, el conjunto de empresas jurídicamente independientes y dispares en países, tamaño, poder y actividades, que funcionan en torno a una acción común, simultánea, conjunta y coordinada a nivel local, nacional e internacional las hemos denominado *Empresas Globales*, con el propósito de destacar el nuevo carácter, el nuevo papel que desempeñan y las nuevas funciones que cumplen en la sociedad global actual, modificando algunos elementos formales en la relación centro-periferia. En otras palabras, las empresas globales aglutinan unidades productivas y/o de servicios, que mantienen su independencia jurídica pero que actúan en base a un propósito global y durante un tiempo determinado. El grupo de empresas a las que nos referimos son: las megaempresas, las transnacionales, así como las medianas, pequeñas y microempresas. Abordemos a continuación las empresas mencionadas.

2.2. Las mega empresas

Señalamos, en párrafos anteriores, que en la década de los noventa se acelera el proceso de internacionalización que conduce a la llamada mundialización, dando inicio a un proceso sin precedentes de megafusiones de empresas monopólicas u oligopólicas de tercera generación conocidas como Megaempresas. Estos gigantes corporativos son agrupaciones de empresas transnacionales rivales que compiten, hasta ahora, en el mismo ramo, con características semejantes a las organizaciones monopólicas anteriores, pero que, por lo general, se diferencian de las organizaciones monopólicas que les preceden en que las uniones se realizan entre conglomerados rivales de distintos países, y a veces, de países en continentes diferentes. Es decir, el proceso de fusión traspasa las fronteras de los países de origen de los monopolios transnacionales, ahora, a nivel internacional. De modo que las megaempresas o megamonopolios hacen suyos el espacio mundial, se desenvuelven en el campo internacional, como otrora, pero además, lo dominan. Cabe señalar que las transnacionales, aunque sean corporaciones gigantes y mantengan su rol en la sociedad mundial, no necesariamente son megaempresas, sólo cuando se da la unión entre ellas. A fin de ilustrar el punto, a continuación mencionamos las uniones más importantes que se llevan a efecto en distintos sectores de la sociedad mundial.

En el sector *automotriz*: la fusión entre la Chrysler (norteamericana) con la Daimler-Benz (alemana); la Volvo (sueca) con la Renault (francesa). En el sector *petrolero* la fusión de la empresa petrolera Total Fina (belga) con la Elf Aquitaine (francesa) adquiriendo ahora el cuarto lugar en el sector, después de la unión de la Exxon-Mobil (norteamericanas), en 1999. La BP Amoco Arco (alianza entre

Gran Bretaña y Estados Unidos) con la Royal Dutch Shell que desde hace unas cuantas décadas es anglo holandesa. En el *campo farmacéutico* la fusión entre la Glaxo Wellcome y Smith Kline Beecham (Gran Bretaña y Estados Unidos). Igualmente, el *área financiera* no escapa a las fusiones internacionales, ya sea para controlar o para no desaparecer del espacio mundial. En este sentido, la Bolsa de Valores de Londres anunció recientemente la unión con la Bolsa de Valores de Francfort de Alemania creando la International Exchanges (IX) y así obtener el tercer lugar en el mercado de valores. La fusión entre el Chase Manhattan Bank con el prestigioso e histórico banco de JP Morgan, cuya operación valorada en 34,4 millardos de dólares, lo coloca en el tercer lugar en los Estados Unidos, después de Citigroup y BankAmerica. En el sector de las *telecomunicaciones* la empresa Mannesmann concentra sus fuerzas con su rival de telefonía celular británica la Vodafone Air Touch, alcanzando el cuarto lugar después de Microsoft, General Electric y Cisco Systems.

De modo que, los ejemplos señalados son elocuentes para destacar, por una parte, que el proceso de megafusiones denota la tendencia hacia el desarrollo capitalista transnacional global, el cual abarca tanto la vieja como la nueva economía. Y por la otra, la existencia de empresas transnacionales descomunales que controlan el mundo, que facturan las tres cuartas partes de la producción mundial, que tienen su origen en los países del Primer Mundo y que tienen un gigantesco poder económico, un liderazgo carismático y un código de valores compartido, como señala A. Toro Hardy (2000). Para esclarecer aún más la magnitud de este poder, citemos un estudio realizado en 1995 por Pearson y Martin Rochester (2000) mediante el cual relaciona los países (según el PNB) con las Corporaciones Transnacionales (según las ventas) (Cuadro No. 1).

Estados Unidos, no sólo, ocupa el primer lugar en el rango mundial sino que concentra las empresas industriales más grandes del mundo. Si además consideramos los países del G-7 notamos que el poder es casi absoluto al concentrar el 87% de las 500 empresas listadas en Fortune 500, las cuales a su vez controlan el 70% del comercio mundial. Poder que se condensa en 4 países: Estados Unidos, Japón, Alemania y Gran Bretaña, los cuales sumados a las 36 empresas que aparecen en el cuadro No. 1 revela que de las 100 entidades económicas, consideradas por dichos autores, 40 corresponden a ellos (Pearson y Martín, 2000).

Ante este megapoder, ¿qué pueden hacer los países subdesarrollados? ¿Es que acaso los ahorros e inversiones del Tercer Mundo son suficientes para competir con esas empresas? ¿Realizar alianzas como las mencionadas en párrafos anteriores? ¿Cuál es el papel desempeña el Tercer Mundo en el mundo global?

Cuadro No. 1: Relación entre países y corporaciones transnacionales, según su PNB y sus ventas respectivamente

Rango No.	País/transnacionales	PNB / ventas. (Miles de millones \$)
1	Estados Unidos	6,387.69
2	Japón	3,926.67
3	Alemania	1,903.01
4	Francia	1,289.24
5	Italia	1,134.98
6	Reino Unido	1,042.70
7	China	581.11
8	Canadá	574.84
22	General Motors	154.95
25	Ford Motors	128.44
27	Tailandia	120.24
30	Arabia Saudita	111.10
31	Exxon	101.46
34	Royal Dutch/Shell	94.88
36	Toyota Motors	88.12
42	General Electric	64.69
43	Daimler-Benz	64.17
44	IBM	64.05
46	Mobil	59.62
47	Venezuela	58.92
100	BWW	25.97

Obviamente que, en términos generales, las empresas de los países del Sur no pueden competir con las transnacionales y mucho menos con las Megaempresas. No existen los recursos materiales ni tecnológicos, a lo cual se le suma la microacumulación de capital y la megadeuda externa e interna. Sin embargo, en nuestra opinión, el problema que se plantea *con la globalización no es de competencia entre empresas subdesarrolladas* para mantener un cupo en el mercado mundial. Por el contrario, *es la complementareidad entre las empresas a nivel nacional, regional e internacional*. Y esa función la cumplen, en esta coyuntura, las pequeñas, medianas y microempresas, a través de la apertura económica, comercial, educativa, financiera y tecnológica.

2.3 Pymes y Microempresas

Las pequeñas y medianas empresas, a pesar de existir desde tiempos remotos, cumplen un rol importante en la sociedad global actual. Ya durante la política del *Redespliegue Industrial* así como en la llamada *Reconversión Industrial* comienzan a proliferar este tipo de empresas, alcanzando un furor inusitado en los países del Tercer Mundo y en Europa, producto, entre otros, de la crisis económica internacional que aún los afecta. Durante los últimos veinte años los gobiernos e instituciones, a nivel nacional e internacional, han venido promo-

viendo el desarrollo de este tipo de empresas en los países subdesarrollados, especialmente, en América Latina. En efecto, los gobiernos de los países desarrollados y las organizaciones multilaterales, tales como el BM, BID, conceden apoyo financiero, tecnológico e inclusive la capacitación y formación necesaria para los futuros "emprendedores". En América Latina, los gobiernos a través de políticas oficiales, el plan de la Nación, programas económicos y crediticios, apoyan, igualmente, el crecimiento del sector conjuntamente con el sector privado e instituciones diversas.

En Venezuela, las Pymes y las microempresas ocupan un lugar importante en la sociedad. Así, recientemente, el superintendente de ProCompetencia propuso incorporar el capitalismo popular en la nueva Constitución de la República Bolivariana de Venezuela (León, 1999). Actualmente, es notorio el furor que existe por la "Revolución de los más pequeños", como lo denomina la Cámara de Comercio e Industria. Se promueven seminarios, cursos y conferencias a nivel nacional e internacional. Se otorgan créditos a través del Fondo Unico Social, el Banco Industrial de Venezuela y el Banco del Pueblo, además, de los créditos de la banca comercial, con tasas preferenciales y de las becas industriales que otorga el Ministerio de Ciencia y Tecnología. Inclusive se estudia una propuesta, por parte del gobierno, para condonar la deuda del sector. Por último, reciben ayuda tecnológica, programas de formación y de capacitación, fundamentalmente, dirigidos a los jóvenes así como la colaboración de instituciones entre las cuales caben mencionar: Sogampi, Foncofin, Fundes y el Ince, quien además cuenta con el apoyo de instituciones alemanas afines al sector.

Ahora bien, a este nivel de análisis cabe preguntarse ¿Porqué las Pymes y las microempresas reciben tanto estímulo y apoyo a nivel nacional, regional e internacional, en esta coyuntura? ¿Será que es el camino hacia el desarrollo? ¿La vía para superar la pobreza? ¿La nueva utopía? Veamos

La Organización de las Naciones Unidas en un documento reciente, *Estado de la población mundial 2000* que pronto publicarán, señala que la población mundial a mediados del 2000 alcanzó los 6.055 millones de habitantes, de los cuales 4.800 millones de personas, el 80%, habitan en el Tercer Mundo, y de ellas, 2.800 millones de personas viven en pobreza. Pero además, más de la mitad de esa población vive en condiciones de pobreza extrema, en la miseria, ganando menos de un dólar diario. En otras palabras, alrededor de 17 países disfrutan de un ingreso per cápita superior a los 20.000 dólares anuales, mientras el 46% de la población gana 2 dólares diarios y un 24% de la población mundial subsiste con menos de 1 dólar diario. En el extremo de la escala figuran Tanzania y Sierra Leona, que registran menos de ½ dólar al día, 500 dólares per cápita (A. Sandoval, 2000 y B. Klisberg, 2000). En resumen, el 80% de la población mundial apenas recibe el 17% del ingreso mundial

De otra parte, la situación en América Latina y el Caribe no escapa a esa realidad. "La pobreza extrema aumentó de 63,7 millones en 1987 a 78,2 millones de personas en 1998" (España, *El Nacional*, 30-09-2000, A/5). De otra parte, la CEPAL establece que el 47% de la población urbana es informal (55% en Venezuela) el desempleo promedio gira alrededor del 18% (20% en la población menor de 16 años) y la mayor fuente de trabajo, actualmente, la constituyen las pequeñas y medianas empresas, con un 60% del total de la mano de obra. Si a ello agregamos las astronómicas cifras billonarias de la deuda externa del Tercer Mundo, que en 1997 alcanzó un monto superior a los 2,2 billones de dólares, los estudios acerca de la pobreza publicados por el Banco Mundial y las cifras de las Naciones Unidas referidas en el párrafo anterior, es evidente que los países del Tercer Mundo están a punto de explosión.

Esta realidad, harto conocida, se traduce en graves problemas para el mundo global. Por una parte, la propia supervivencia de los habitantes del Tercer Mundo que permanecen en condiciones paupérrimas. Y por la otra, que ese 80% de la población mundial que recibe menos de un quinto de los ingresos mundiales constituye una masa de la población, que potencialmente, puede emigrar. ¿Hacia adonde? Hacia los países ricos, los del Norte. Por lo tanto, el problema de los países del Tercer Mundo se convierte en un verdadero problema para los países del Primer Mundo ¿Entonces, qué hacer? ¿Cómo podrán sobrevivir los pobres, en su país de origen?

Creemos que en estos argumentos reside el meollo de la nueva estrategia de los países del Norte hacia los del Sur y la de estos últimos que asumen como suya la nueva política. *Por lo tanto, las micro, pequeñas y medianas empresas se convierten, en esta coyuntura, en las estrategias de supervivencia de y para los pobres, de las mujeres y los jóvenes menores de 14 años que trabajan la jornada completa en las economías subdesarrolladas. . Aparentemente la "única" alternativa. La nueva utopía que pregonan y a la que se aferran nuestros países.*

Ahora bien, ¿Cómo se implementa esta política? A través del proceso de globalización. Las actividades productivas y de servicios, antes concentradas en los países del centro, se desplazan hacia la periferia. La nueva división internacional del trabajo y el desarrollo científico-técnico facilita la segmentación del proceso productivo, de los servicios y del horario de trabajo, dando lugar a la creación de múltiples plantas, *microplantas*, centros de producción o centros de beneficios como los denomina Toffler (1991), las cuales se convierten en proveedoras de insumos, partes, piezas o servicios de distinta naturaleza al mercado mundial. Función importante y complementaria que acometen las unidades productivas mencionadas, modificando así la forma de inserción de los países subdesarrollados en la sociedad global. (Esteves, 1998). En otras palabras, los

países del Tercer y Cuarto Mundo "participan", en esta coyuntura, en la globalización. Ahora, las micro, pequeñas y medianas empresas, conjuntamente, con las empresas transnacionales pueden formar parte de la producción de determinados bienes y servicios con destino al mercado mundial.

Sin embargo, cabe destacar, que no todas las pequeñas y medianas empresas pueden participar en el proceso global, para que ello ocurra deben cumplir ciertas *condiciones* de competitividad, calidad total y de eficiencia ecológica. Inclusive, deben acatar las normas y cumplir los requisitos que a tal efecto se establecen, a pesar de su condición de unidades de subsistencia.

Cabe señalar, que la nueva modalidad productiva para la inserción de estas empresas en el mundo global requiere a su vez una nueva modalidad laboral. Nos referimos al tipo de trabajo flexible, que surge y complementa las jornadas de trabajo tradicionales. En efecto, actualmente, los países subdesarrollados están modificando sus leyes y contratos laborales, de manera no sólo de reducir el papel de los sindicatos sino de minimizar o flexibilizar la jornada de trabajo y así contratar por horas efectivas. En este sentido, el país aparentemente, se beneficia al incorporar personas desempleadas al proceso productivo; las transnacionales, a su vez, pueden contratar los servicios de pequeñas y medianas empresas a través de la red virtual, dado que, hacen sus pedidos o solicitudes a las Pymes acreditadas en los catálogos internacionales, sin importar el país o lugar en que residan y estas últimas pueden contratar microtrabajos a microempresas. Sin embargo, las empresas en cuestión deben cumplir el convenio en los términos y en el tiempo establecido, con la calidad exigida y con los recursos materiales y humanos de su estricta responsabilidad. Es decir el trabajador es gerente y gestor de su empresa y de su tiempo, el cual no tiene límite. Su obligación, es la de cumplir con el contrato o con la subcontratación, como se le conoce a la nueva modalidad operativa (Esteves, 1998).

De modo pues que, desde el punto de vista de los países del Norte y de las transnacionales productivas, bancarias y de servicios esta figura no sólo les garantiza suplidores seguros, confiables y a bajos costos, sino que además contribuye a retener la movilización de la fuerza de trabajo. Desde el punto de vista de los países del Tercer Mundo y de las micro, pequeñas y medianas empresas significa, que esta modalidad operativa representa una alternativa viable, a corto plazo, al cúmulo de problemas que los aqueja, garantizándoles además la inserción en la globalización. Por lo tanto, esta estrategia implica una solución aparente al problema del desempleo y de la miseria en América Latina, dado que al término del contrato, quién decide si continúa o no con los suministros, es la transnacional, unos se quedan y otros se van, y los que se quedan, también después, se van.

CONCLUSIONES

“La globalización ha sido practicada más como satelización y explotación de las ventajas comparativas de los demás, como acumulación desaforada de riquezas y agravamiento de la pobreza, que como un mundo en vías de corregir las desigualdades y rectificar las injusticias actuales” (Pasqualli, 1998). Pero, además, en esta coyuntura, la globalización se manifiesta en forma desigual en los países desarrollados y subdesarrollados aumentando la brecha económica, tecnológica y digital entre unos y otros, al mismo tiempo, que expone la forma desigual en que intervienen las empresas en dicho proceso.

Cuestión evidente en la dinámica capitalista empresarial a través de las nuevas estructuras productivas, comerciales, financieras y tecnológicas de carácter global, en las cuales unas cuantas megaempresas concentran el 90% del mercado mundial, mientras que las pequeñas, medianas y micro empresas sólo aportan una ínfima parte como unidades independientes pero complementarias a las transnacionales.

Por lo tanto, las nuevas empresas globales forman parte de una política de carácter global, transnacional y temporal que responde a una coyuntura determinada y a objetivos muy concretos y no a la estrategia permanente para alcanzar el anhelado desarrollo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Banco Mundial (2000), *Informe sobre el desarrollo mundial 2000/2001*.

Atkins, Ralph (2000), “Vodafone materializa fusión récord”, *El Universal*, 2/5, Caracas.

Beck, Ulrich (1998), *Qué es la globalización*, Editorial Paidós, Barcelona.

De León, Ignacio (1999), “ProCompetencia: Capitalismo popular debe ser sistema económico oficial”, *Economía Hoy*, 20 de octubre, 13, Caracas.

Esteves, Edna (1998), *Globalización, transnacionales e integración*, Vadell Hermanos Editores, Valencia.

—(1986), *La crisis, América Latina y la austeridad mundial*, Edic. FACES. UCV, Caracas.

España, Luis P. (2000), “El Informe mundial de pobreza”, *El Nacional*, A/5, Caracas.

Kliksberg, Bernardo (2000), “La globalización de las dudas”, *El Universal*, 1 de octubre, 1/6, Caracas.

- Pasquali, Antonio (1998), *Bienvenido global village*, Monte Avila Editores Latinoamericana, Caracas.
- Pearson, F. y Rochester M. (2000), *Relaciones internacionales. Situación global en el siglo XXI*, Edit. Mc Graw Hill, Bogotá.
- PNUD (1999), *Informe sobre desarrollo humano 1999*, PNUD, Madrid.
- Rangel, Domingo Alberto (2000), *La globalización y sus consecuencias*, Vadell hermanos Editores, Valencia.
- Sandoval, Alfonso (2000) *El Universal*, 20 de septiembre, 2/1, Caracas.
- Toffler, Alvin (1991), *El cambio del poder*, Plaza & Janes Editores, 2da. Edición, Barcelona.
- Toro Hardy, Alfredo (2000), "El Club de los Amos del Mundo", *El Universal*, 4 de mayo, 1/4 Caracas.
- Pilling, David (2000), "Se unen Glaxo Smith Kline", *El Universal*, 8 de enero, 2/8, Caracas.
- Owen, David (2000), "Volvo y la Renault unen fuerzas", *El Universal*, 20 de abril, 2/8, Caracas.

IMPLICACIONES DEL CONTEXTO INFLACIONARIO SOBRE LA INVERSIÓN EN EL SECTOR MANUFACTURERO VENEZOLANO

Angel García
ECONOMISTA, UCV

Shakyrá Plaza
ECONOMISTA, UCV

*En un mundo en que el pasado y el futuro están presentes en forma de compromisos financieros heredados y creados corrientemente... los recursos materiales (stock de capital y materia prima) que no se usen hoy (o su equivalente) estarán siempre disponibles en tanto que los servicios del trabajo no usados se pierden para siempre.
H. Minsky (1987, 149)*

Resumen:

Este trabajo enfoca bajo un contexto de inflación persistente, la vinculación entre el comportamiento de los mercados financieros y reales, a través de la evaluación de la trayectoria de los niveles de inversión del sector manufacturero venezolano para el período 1968-1997, durante el cual, aparentemente, el fenómeno inflacionario ha actuado como un elemento contributivo del estancamiento de la actividad en este sector, debido a las implicaciones que detenta dicho fenómeno sobre los condicionantes financieros del proceso de acumulación.

La persistencia del fenómeno inflacionario se relaciona con la permanente existencia de tipos de interés elevados y volátiles asociados a la disminución constante del valor del bolívar. Este comportamiento de las tasas de interés, ha conducido por razones financieras y económicas a una progresiva disminución de la demanda de créditos de la manufactura, lo cual ha coadyuvado al estancamiento del proceso de acumulación de capitales del sector.

Palabras claves: Sector manufacturero, inflación, inversión, Venezuela.

INTRODUCCIÓN

Durante un largo período que va desde la década de los años cincuenta hasta mediados de los años setenta, la economía venezolana se caracterizó por presentar una virtual estabilidad de precios. Sin embargo, una vez que el incremento de los precios se aceleró, la inflación parece haber pasado a operar como un factor coadyuvante del estancamiento de la economía a través de sus efectos negativos directos e indirectos sobre la inversión. De esta forma, la inflación debe asociarse a la disminución en el ritmo de crecimiento de la inversión productiva (Valecillos, 1990).

A lo largo de las últimas dos décadas, la contracción de la actividad manufacturera en Venezuela es evidencia de la intensidad con la cual el proceso inflacionario influye sobre las variables financieras condicionantes de la inversión.

Este trabajo pretende analizar, bajo un contexto de inflación persistente, la vinculación entre el comportamiento de los mercados financieros, y los mercados reales de producción y empleo, a través de la evaluación de la trayectoria de los niveles de inversión del sector.

Partimos de la visión de Hyman P. Minsky quien concibe las economías como una red de interrelaciones financieras y transacciones de activos que se enlazan con procesos de producción, distribución y consumo, lo cual implica que las decisiones sobre flujos reales están condicionadas a lo que sucede a priori (anticipadamente) con las decisiones sobre activos físicos y financieros. También nos servimos de los aportes Minsky en lo que se refiere al concepto de fragilidad financiera y sus implicaciones en economías inflacionarias.

Seguidamente a esta introducción, el primer capítulo analiza las implicaciones del proceso inflacionario sobre los condicionantes de las fuentes de financiamiento de la inversión dentro del marco teórico desarrollado por Minsky, el cual posteriormente es modelizado por Julio Dreizzen (1985) en lo que se refiere a la noción de fragilidad financiera y finalmente formalizado por Luis Mata (1999) dentro de una visión de basamento microeconómico de equilibrio general.

El segundo capítulo presenta un modelo econométrico tomado de la formalización de Luis Mata, el cual aplicamos para el estudio del comportamiento de la inversión del sector manufacturero venezolano, basándonos en la data recogida para el período que abarca los años entre 1968-1997, la cual expresamos en dólares para facilitar el análisis. A partir de una muestra de variables (condicionantes) financieras del sector, afectadas implícitamente por la inflación, se evalúa y discute la importancia que estas tienen en la toma de decisiones sobre las fuentes de financiamiento de la actividad manufacturera.

El tercer capítulo expone las conclusiones derivadas de la interpretación de los resultados obtenidos en el capítulo anterior, haciendo énfasis en la contrastación entre lo empírico y lo teórico con el propósito de verificar la validez de las formalizaciones propuestas. Finalmente, este capítulo también presenta algunas recomendaciones de política económica enmarcadas dentro del pensamiento post-keynesiano, compartido por los autores consultados.

I. EL PROCESO DE ACUMULACIÓN EN UN CONTEXTO INFLACIONARIO

I. 1 El fenómeno inflacionario y la evolución del proceso de acumulación en la industria manufacturera venezolana

Esta sección relaciona el comportamiento de la inversión en la actividad manufacturera con la evolución del fenómeno inflacionario en Venezuela. La intención es destacar la asociación existente entre la contracción del proceso de formación de capitales del sector y la coexistencia de altas y variables tasas de interés propias de períodos de inflación prolongada.

De ésta forma, se observa que, durante un extenso período que culmina aproximadamente en 1981, la inversión en la actividad manufacturera en Venezuela se caracterizó por seguir una trayectoria creciente. Sin embargo, a partir de los primeros brotes inflacionarios, y en general, desde que la inflación se convirtió en un fenómeno persistente, la inversión en este sector comenzó a presentar una notoria tendencia decreciente.

En este sentido, aparentemente, el fenómeno inflacionario ha actuado como un elemento contributivo del estancamiento de la inversión en la manufactura, debido a las implicaciones que detenta el mismo sobre los condicionantes financieros del proceso de acumulación.

La persistencia del fenómeno inflacionario se relaciona con la permanente existencia de tipos de interés elevados y volátiles, observables para el caso venezolano desde mediados de los años 80. Esta elevación y variabilidad de las tasas de interés, ha conducido a una progresiva disminución de la demanda de créditos por parte del sector, obligando cada vez más a las empresas a recurrir a sus fondos propios y al mercado de capitales para financiar sus operaciones.

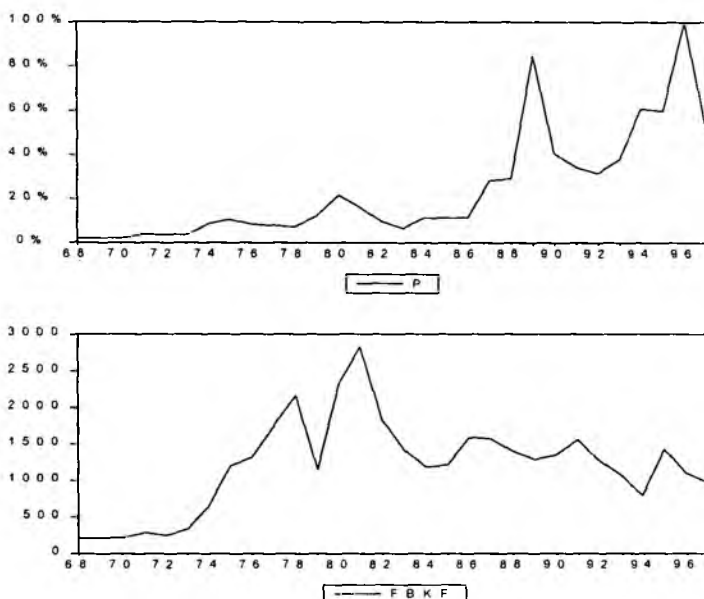
Durante el período 1968-1981, la formación de capital en el sector manufacturero experimentó una etapa creciente de rápida expansión de nuevas inversiones con fines de ampliación, renovación e instalación de nuevas plantas industriales. Sin embargo, a partir de 1982, la actividad inversora del sector se transforma para dar paso a la aceleración de la amortización del capital subsistente con fines de autofinanciamiento; prueba de esto es que para el año 1994, el valor correspondiente al consumo de capital fijo llegó a representar el equivalente a un 72% de la totalidad de la inversión bruta fija del sector, lo que implica que sólo un 28% constituye para aquel entonces, lo correspondiente a la acumulación de capital.

En referencia al origen sectorial de los fondos de financiamiento, Valecillos (1990) sostiene que:

Durante un largo período que concluye aproximadamente en 1977, y en condiciones en que el Estado venezolano dispuso de una masa elevada de recursos presupuestarios, el modelo de financiamiento del sector privado de la economía venezolana se caracterizó, por una parte, por el uso de capital de trabajo aportado preferentemente por las instituciones financieras privadas y, por la otra, por el empleo de capital de inversión suministrado básicamente por las empresas públicas de financiamiento.

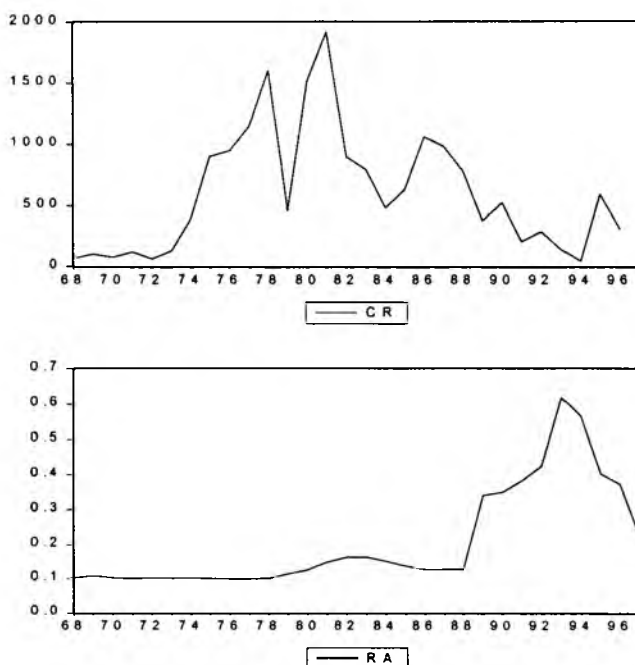
Por otro lado, estudios realizados por el mismo autor, afirman que el proceso de acumulación de capital en el sector de la manufactura se ha apoyado fundamentalmente en la iniciativa privada, exceptuando los años 1976 y 1977, durante los cuales se llevaron a cabo numerosos proyectos de inversión industrial por el Estado, y en 1983, año en que se produjo la devaluación del bolívar. Sin embargo, dicha iniciativa privada se ha basado en la amortización de las inversiones pasadas y no en nuevas inversiones.

Gráfico No. 1: Comparación entre el comportamiento de la formación bruta de capital y la tasa de inflación. 1968-1996.



Nota: FBKF: Formación bruta de capital. P: Tasa de inflación.

Gráfico No. 2: Comparación entre el comportamiento de la demanda de crédito y la tasa de interés activa nominal. 1968-1996.



Nota: CR: Demanda de crédito. RA: Tasa de interés activa nominal.

En lo que se refiere al inicio del deterioro del proceso de acumulación de la actividad manufacturera venezolana, este se pone de manifiesto una vez que se produce el encarecimiento del capital de préstamo, debido a la disminución de la oferta de fondos públicos, y a la liberación de las tasas de interés¹, hecho que sucede a la par que se producen las restricciones de créditos externos.

Ahora bien, caso especial representan los años 1994-95, período en el cual se desencadenó la crisis financiera,² que para el caso de la inversión en la acti-

¹ La decisión de liberar los tipos de interés por parte del Banco Central de Venezuela fue tomada en Agosto de 1981.

² Las causas complejas que desencadenaron la crisis financiera durante los años 1994-95, son analizadas detalladamente en Vera (1999) y García (1998).

vidad manufacturera representó uno de los lapsos de mayor contracción debido a las restricciones derivadas de la elevación del costo de los créditos.

Hasta hoy día, el estancamiento reinante desde hace ya casi veinte años en la actividad inversionista del sector manufacturero fabril venezolano, coexiste vinculado a un entorno macroeconómico desfavorable de elevadas y volátiles tasas de interés, asociadas a la disminución constante del valor del bolívar.

1.2 Una óptica sobre la Inflación y sus implicaciones sobre los condicionantes financieros de la inversión reproductiva

Numerosas son las definiciones formuladas por las diversas escuelas de pensamiento económico acerca de la inflación. Sin embargo, compartimos aquella que la explica –en los términos de Aglietta (1982)- como la aversión por el dinero en moneda nacional, a diferencia de las ideas tradicionales que se enfocan estrictamente sobre la variación del índice de precios de la economía.

En este sentido, bajo una óptica de orden post-keynesiano, entendemos el proceso inflacionario como un problema de inelasticidad de oferta, cuya persistencia en el tiempo, se explica –en los términos de Mata (1994)- por los desfases prolongados entre los ajustes de los mercados financieros y reales. Dicha inelasticidad de los mercados reales, se revela a través del rechazo de la moneda nacional como depósito de valor, razón por la cual, se incrementa la especulación financiera y la selección adversa de cartera.

Ahora bien, independientemente de la causa que origine la inflación³, una vez que se producen variaciones en los precios relativos, la diferencia en la velocidad de ajuste en las cantidades entre los distintos mercados (financieros y reales) condicionada por el nivel de la tasa de interés, determinará la persistencia o interrupción del proceso inflacionario (endógeno) inherente a una economía abierta.

³ El origen de la inflación regularmente se asocia con: un exceso de demanda en el mercado de bienes y de trabajo, o un exceso de oferta relativa en el mercado de títulos y de dinero, lo cual es razón necesaria más no suficiente para que se origine una variación en los precios relativos de dichos mercados; en los primeros casos, a través de la elevación de los precios de los bienes y servicios o de la tasa de salarios respectivamente, y en los segundos, a través del aumento correspondiente de los tipos de interés o de la tasa de cambio. En este sentido, es comprensible que existan diversas tesis acerca del origen de la inflación; entre ellas: la tesis monetarista, la de inflación de demanda y la de inflación de costos que incluye la inflación importada, etc.

En este sentido, a fines de nuestro estudio, lo importante con respecto al proceso inflacionario, no es sólo su origen, sino más bien su persistencia y fluctuación en el tiempo. Así, en la medida en que se acentúa la elevación y variabilidad del tipo de cambio y la tasa de interés, se propicia un ambiente especulativo que condiciona el aumento relativo en la velocidad de ajuste de las cantidades en los mercados financieros⁴, traduciéndose esto, en una disminución de la demanda de créditos para financiar la inversión reproductiva, lo cual provoca, o en última instancia condiciona, la caída relativa en la velocidad de ajuste de los mercados reales.

Cuando nos referimos a las implicaciones del proceso inflacionario sobre los condicionantes financieros de la inversión, nos referimos a todas aquellos mecanismos de orden microeconómico que afectan la evolución de las variables financieras. En este sentido, es comprensible que los tenedores de activos financieros denominados en moneda nacional, demanden mayores rendimientos que cubran la continua pérdida de valor del bolívar, lo cual en última instancia, implicará una elevación del nivel y el grado de variabilidad de los tipos de interés de la economía.

Si bien, queda claro, que el origen del fenómeno inflacionario se explica por diversas razones, —que se manifiestan en una perturbación de los precios relativos— y que su persistencia en el tiempo puede asociarse al nivel de la tasa de interés que condiciona las diferencias entre las velocidades de ajuste de los mercados financieros y reales, sus implicaciones sobre los condicionantes financieros no dejan de ser una realidad compleja por el carácter autoreproductivo que sobre el propio proceso ellas generan.

Lo dicho anteriormente, significa que la existencia de características tales como: alta variabilidad de la tasa de inflación, disminución del volumen de cré-

⁴ Es de esperar, que en la medida en que los tipos de interés y la tasa de cambio aumentan y se hacen más volátiles, existirán incentivos para que a raíz de la caída en la demanda de crédito por parte de las empresas, la banca decida posicionar sus excedentes de fondos hacia la compra de títulos. De igual forma, debido al aumento de las expectativas de depreciación, las familias exigirán progresivamente mayores rendimientos de sus activos financieros, elevando su demanda por títulos a plazos *cada vez menores* u optando por una selección adversa de cartera, expresada por el aumento en la compra de divisas. En todo caso, si bien un escenario de elevados tipos de interés, disminuye el ritmo de la actividad crediticia del mercado financiero, se puede afirmar que esta disminución es más que compensada por el aumento relativo en la velocidad de ajuste de las transacciones financieras de orden especulativo, las cuales se efectúan en un marco de plazos más cortos con el fin de aumentar para un mismo período el número de veces (transacciones) en que se pueden renegociar las condiciones o características en que se coloca el dinero.

dito nacional, elevados tipos de interés y un tipo de cambio en aumento durante períodos de inflación crónica, evidencia el carácter anómalo y persistente del propio proceso inflacionario. Esto quiere decir, que en la medida en que se negocien mayores tasas de interés para cubrir la continua pérdida de valor de los activos en moneda nacional, se están generando las condiciones para que el fenómeno se autoreproduzca, ya que se están aumentando los incentivos para la especulación en detrimento de la inversión reproductiva, lo cual agrava aún más el problema de la persistencia de la inflación asociado a la inelasticidad de la oferta.

1.3 La fragilidad financiera y sus repercusiones sobre la demanda de crédito en un contexto de inflación persistente

El concepto de fragilidad financiera de Hyman P Minsky (1975) se enmarca dentro de una visión que el mismo denomina "Wall Street Paradigm", la cual describe una economía que presenta una red de interrelaciones financieras y negociaciones de activos que se entrelazan con las esferas de producción, distribución y consumo. Las decisiones acerca de los flujos reales se encuentran indisolubles de las decisiones acerca de los stocks de activos físicos y financieros.

De esta forma —en los términos de Minsky—, la fragilidad/solidez financiera, se presenta como el cociente entre los servicios financieros (intereses y amortizaciones por las deudas contraídas) y los ingresos de fondos en razón de las operaciones corrientes (como medida de la capacidad de pago) de la unidad económica, y depende del tipo de shocks que ésta puede absorber sin que los canales de financiamiento existentes se vean alterados.

Minsky (1982) realiza una clasificación acerca de las distintas posiciones de financiamiento en las que se puede encontrar una unidad o sistema económico, diferenciándolas en tres categorías: primeramente, una situación tipo "Hedged" o cubierta, la cual implica la posibilidad de hacer frente a los pagos correspondientes a los intereses y a la amortización del principal; luego, una posición tipo "speculative" o especulativo, aquella en que los pagos sólo cubren los montos referentes a los intereses, y finalmente una tercera situación (de máxima fragilidad) denominada tipo "Ponzi", en que los pagos son insuficientes inclusive para hacer frente a la totalidad del monto de los intereses.

Ahora bien, —en los términos de Dreizen (1985)— cuando se estudia un contexto de inflación persistente, los fenómenos (económicos e inherentes a la operativa financiera crediticia) resultantes del proceso inflacionario, contribuyen al acortamiento del plazo de las deudas y a crear la necesidad de un continuo

refinanciamiento, que en última instancia, no implica dinero fresco para ser destinado a la inversión reproductiva, sino más bien un signo de endeudamiento crónico y progresivo del sistema.

Dado que bajo escenarios de inflación persistente predominan altas tasas nominales de interés, y que los métodos crediticios originados en tiempos de estabilidad de precios se siguen practicando con una distribución de cuotas iguales a través del tiempo, esto da lugar a un acortamiento de los plazos medios de pago si se examina la operativa crediticia en términos de esfuerzo de poder adquisitivo constante. Esto significa, que siendo las cuotas iguales en términos nominales, la distribución de la carga financiera en el tiempo es decreciente, pues el peso de la deuda en los primeros periodos del calendario de pagos será notoriamente superior a la de los periodos subsiguientes en la medida en que dichas cuotas, iguales a precios corrientes, van disminuyendo en términos reales.

Ahora bien, con relación a los fenómenos económicos, la predominante variabilidad de los costos financieros (o tasa activa nominal de interés) asociada a los continuos cambios en la relación precio-costo de los diferentes negocios debido a la alta volatilidad de la tasa inflacionaria, constituye un factor que aumenta el grado de incertidumbre o riesgo para las empresas (o deudores), ya que ello puede significar la imposibilidad de hacer frente a sus compromisos contraídos, a la vez que dificulta a la banca (acreedor) el cálculo o estimación de los riesgos de incumplimiento por parte del deudor. La actitud adversa al riesgo por parte tanto del deudor como del acreedor, conduce finalmente a la reducción de los plazos en que se otorgan los créditos.

En síntesis, tanto los fenómenos inherentes a la operativa financiera como los fenómenos económicos característicos del contexto inflacionario actúan reduciendo los plazos y aumentando la cantidad de empresas o unidades productivas que operan en situación especulativa y tipo Ponzi; ello se traduce en un incremento del grado de fragilidad financiera del sistema; que termina por auto-reproducir endógenamente el problema de la variabilidad de las tasas de interés.

1.4 Un modelo de financiamiento en el marco de un basamento microeconómico de equilibrio general

Mata (1998) señala que:

El financiamiento existe porque en el proceso de acumulación de capital los agentes actúan por fases (diacrónicos); en contraste con el intercambio en donde la actuación es simultánea (sincrónica).

En general, el intercambio requiere circulante; mientras que la acumulación y la producción requieren créditos(53).

Para Mata, el crédito aparece en la economía como un instrumento que permite el gasto anticipado con el fin de financiar el proceso de acumulación, para lo cual se establece una correspondencia entre los flujos presentes y futuros a través de una tasa de actualización o tasa activa de interés (ra).

De esta forma, la existencia del sistema financiero se explica por la necesidad de las economías de disponer de medios de intercambio (circulante), configurando lo que se denomina el mercado de dinero, y además, por el imperativo de facilitar el proceso de inversión a través de lo que se conoce como mercado de crédito (Cr) y de títulos (V^d).

La inversión productiva que realizan las empresas se financia: solicitando créditos a la banca, utilizando fondos propios autogenerados (autofinanciamiento), y recurriendo al mercado primario de capitales⁵. En este sentido, el crédito bancario compite con el autofinanciamiento (Af) y la captación de fondos a través de la emisión primaria de títulos (acciones u obligaciones), siendo los niveles de las tasas de interés o los rendimientos los que guiarán las decisiones de las empresas para recurrir a cualesquiera de estas fuentes de financiamiento.

Por otra parte, la demanda de fondos para el financiamiento de las empresas está condicionada –en los términos de Mata– por las características de la producción y por su reflejo en la distribución de los ingresos. Esto significa que la demanda de crédito depende de la estructura productiva de las empresas en virtud de su relación entre los requerimientos de capital de trabajo y capital de largo plazo. A su vez, la distribución del ingreso entre las diferentes empresas que efectúan el conjunto de las actividades productivas de una economía, incide notoriamente sobre la posibilidad que tienen estas de acceder a los créditos de la banca. Como señala Dreizzen (1985), haciendo analogía con los estudios para el mercado de trabajo realizados por Azariadis (1979) y Okun (1981), el mercado financiero presenta un importante grado de segmentación, ya que: *en*

⁵ El lector deberá distinguir entre *emisión primaria de títulos* y lo que se conoce como *mercado secundario de capitales*, ya que lo primero representa nuevas posibilidades de captación de fondos por parte de las empresas, mientras que lo segundo, sólo implica actividad especulativa que se traduce en la práctica, en el cambio de mano de acciones u obligaciones emitidas previamente por las empresas.

general, al proveedor de un insumo le es indiferente vender su producto a cualquier demandante, en el caso del insumo crédito existe por parte de la institución financiera proveedora una marcada preferencia por operar con determinados clientes. La disponibilidad de crédito por parte de una firma depende de la información que disponga el potencial acreedor sobre la situación financiera de la misma, y de su comportamiento en relación a los contratos anteriores (58).

Por otra parte, la dimensión de las empresas condiciona la limitación del mercado primario de capitales, ya que en la práctica la emisión de títulos por parte de las empresas requiere de autorizaciones previas de organismos regulatorios, lo cual representa un estímulo para el autofinanciamiento de aquellas unidades que no pueden acceder al mercado de capitales.

Ahora bien, una vez definido el marco de restricciones en que opera el financiamiento de las operaciones de las empresas, es necesario estudiar el comportamiento microeconómico de estas, antes de profundizar en las derivaciones resultantes de la formalización realizada por Mata.

Cuando se hace referencia a las unidades económicas denominadas empresas, es importante señalar que éstas se enfrentan a la optimización de una función de utilidad o beneficios. Esto significa que el objetivo de las empresas se vincula a la maximización de sus flujos netos actualizados que representan, conjunto al capital acumulado hasta el momento, el valor real de la empresa y por tanto, el valor de la totalidad de los títulos emitidos.

En este sentido, vinculando el concepto contable de utilidades netas con el valor de mercado de los títulos emitidos, se puede reformular el objetivo de la empresa como la maximización del valor neto actualizado de los títulos que representan su capital en todo instante t (Mata, 1998).

En este orden de ideas, la racionalidad financiera de la empresa deberá tomar en consideración los flujos positivos correspondientes a los ingresos por ventas, los flujos negativos relacionados con la totalidad del capital invertido y los flujos corrientes. Si el saldo neto de estos flujos resulta positivo, entonces se repartirá total o fraccionariamente entre los tenedores de los títulos, pero en el caso de resultar negativo, entonces la empresa se verá en la obligación de emitir nuevos títulos para garantizar la continuidad de sus operaciones; todo esto indica –según Mata (1999)- que en última instancia: *son los flujos netos actualizados los que interesan al mercado financiero (61).*

Por otra parte, la tasa de actualización opera como un factor clave en la determinación del valor presente de la empresa, razón por la cual la teoría financie-

ra ha propuesto como opción para la evaluación de los proyectos de inversión, los rendimientos internos o eficiencia marginal del capital (e)⁶.

Ahora bien, en el caso de las empresas que busquen financiamiento para la inversión a través de emisiones primarias de títulos (ampliación de la base accionaria) que ofrezcan un rendimiento garantizado (rg), la tasa interna de retorno de dicha inversión, deberá ser mayor a tal rendimiento garantizado ($e > rg$), lo cual representa la necesidad de que exista un "goodwill" (exceso de eficiencia marginal del capital sobre los rendimientos garantizados) para que los proyectos de inversión sean atractivos para la empresa.

Para el caso más frecuente, que implica un financiamiento de la inversión reproductiva a través de la captación de fondos por medio de la contratación de crédito, las condiciones para que se realice dicha inversión harán imprescindible que la tasa de descuento que lleva a valor presente la utilidad bruta de las empresas $\mu\beta$ sea positiva y mayor a la tasa de descuento que lleva a valor presente los servicios financieros, o a lo menos superior a la tasa de interés ra . En la práctica, de lo antes dicho, se deduce que en última instancia para que se lleve a cabo la inversión, es necesario que el valor presente de la utilidad neta o cuasirenta⁷ de las empresas sea positiva; lo cual implica la consecución de una tasa interna de retorno o eficiencia marginal del capital e positiva. Por otro lado, se requerirá también que dicha eficiencia marginal del capital relativa a la actividad productiva exceda a la mayor tasa de colocación financiera libre sin riesgo (rl).

$$\begin{aligned}\mu\beta &> ra \\ e &> rl\end{aligned}$$

Debido a las limitaciones estadísticas relacionadas con la observación de los comportamientos de e y rg , la evaluación en el ámbito macroeconómico, deberá apoyarse en variables estimables u obtenibles, que para el caso de e , bien puede ser la tasa de beneficio q como cociente entre los beneficios y el capital (B/K); y para el caso de rg , el costo del capital captado a crédito ra .

Por tanto, $q > rl$

⁶ Keynes en su libro *La Teoría General de la ocupación el interés y el dinero* define la eficiencia marginal: *como si fuera igual a la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dada por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo tiempo que dure, a su precio de oferta.*

⁷ Se llama cuasirenta a la remuneración de un factor cuya cantidad existente es temporalmente fija; *cuasi*, porque, a largo plazo, las existencias de dicho factor no tienen porque ser invariables.

De esta forma, a nivel agregado, la maximización de la utilidad o valor de las empresas dependerá de: la evolución de la tasa de beneficios de todos los activos empresariales q , el stock de capital acumulado hasta el momento K_t , el costo del capital captado a crédito o tasa de interés activa nominal ra , y finalmente de la capacidad de financiamiento con fondos propios o autofinanciamiento Af .

En este sentido, los resultados de la variación de los condicionantes arriba mencionados servirán para guiar las decisiones ex-ante acerca de los procesos futuros de capitalización-inversión.

Finalmente, —en los términos de Mata— la totalidad de las empresas financian su inversión de capital físico (J) emitiendo títulos (V^s), cuyo valor efectivo depende de los rendimientos esperados (R), de la tasa de descuento o actualización; que bien puede vincularse con la tasa activa nominal de interés (ra) correspondiente a las operaciones crediticias (Cr). Por otro lado, el autofinanciamiento (Af) interviene sirviendo de alternativa a la demanda de crédito, lo cual conduce a que los empresarios deban concertar su demanda de fondos a través de tres ecuaciones:

$$\text{Oferta de Títulos: } V^s = V^s(ra^*, R^*) \quad (1)$$

$$\text{Demanda de Crédito: } Cr^d = Cr^d(J^*, ra^*, R^*, Af^*) \quad (2)$$

$$\text{Demanda de Inversión: } J = J(re - ri^*) \quad (3)$$

donde ri es la tasa de beneficio antes de la inversión y re la tasa esperada después de la inversión; derivándose de las ecuaciones de comportamiento anteriores, una ecuación de identidad expresada por:

$$Cr^d = J - V^s - Af^8 \quad (4)$$

La formalización de Mata, refleja las preferencias de las empresas en relación a la selección de sus fuentes de financiamiento, tomando en cuenta su objetivo de maximización de beneficios. Esto es, las empresas preferirán financiarse en primer término utilizando capital captado a crédito, en segundo lugar recurriendo a sus fondos propios, y sólo en última instancia a través de la emisión primaria de títulos (ampliación de la base accionaria). Las preferencias serán guiadas por el nivel de la tasa activa nominal de interés, ya que en la medida en que el costo del crédito se eleve, las demás fuentes de financiamiento representarán importantes alternativas a considerar.

⁸ Mata presenta a través del sistema de ecuaciones arriba desarrollado, un modelo que formaliza los aportes de Minsky (1967), cuya noción permite evaluar las capacidades de financiar una inversión haciendo uso del crédito, el mercado de capitales y el autofinanciamiento.

De esta forma, se observa como un aumento de la tasa activa de interés nominal r_a , que eleva el costo del dinero, hace disminuir la demanda de crédito Cr^d . Por su parte, también un aumento de r_a , que eleva el costo del capital tomado a crédito, obliga a las empresas a que en la medida en que se van agotando las capacidades de autofinanciamiento, tengan que emitir nuevos títulos (acciones) para poder garantizar su permanencia operativa.

Por otro lado, el modelo señala que frente a aumentos en la tasa de rendimiento de los títulos R , originados por el incremento en la tasa de rentabilidad de la empresa, ésta preferirá incrementar su demanda de crédito para seguir invirtiendo, y estará menos dispuesta a emitir nuevos títulos (acciones) para financiar esas nuevas inversiones.

Por otra parte, un incremento en la tasa de rentabilidad esperada ($r_e - r_i$), aumentará la demanda de inversiones y por tanto, la demanda de crédito.

El modelo, por su parte, introduce el autofinanciamiento como una variable exógena, que operará como primera alternativa de financiamiento, una vez que la demanda de crédito se vea reducida.

1.5 Un modelo alternativo de financiamiento

En este apartado introducimos un conjunto de modificaciones a la formalización realizada por Mata. El propósito de dichas modificaciones es, en primer término, ofrecer soluciones a las limitaciones estadísticas acerca de la evolución de las variables: tasa de rendimiento esperado de los títulos R , tasa de beneficio antes de la inversión r_i , y tasa esperada de beneficio de las nuevas inversiones r_e , las cuales no son observables a nivel macro, razón por la cual es imperativo un replanteamiento de las ecuaciones.

En segundo lugar, se pretende hacer más notoria, la relación entre la elevación del costo del crédito r_a y la necesidad creciente de recurrir al autofinanciamiento en periodos de inflación persistente, en los cuales la depreciación acelerada del capital, Afdep, representa en la mayoría de los casos una vía de escape para hacer frente a los compromisos financieros⁹.

⁹ Anteriormente, en este capítulo, fue explicado cómo el aumento en el nivel y el grado de variabilidad de la tasa de interés que - en los términos de Minsky - incrementa la fragilidad financiera de las unidades productivas, puede llevar a un sistema económico a un proceso endógeno de endeudamiento crónico.

Finalmente, la ecuación de oferta primaria de títulos se ha substituido por una ecuación de demanda que efectúan terceros sobre los títulos de las empresas, los cuales en todo caso, implican capacidad efectiva de financiamiento. La razón de esta modificación, no representa motivos teóricos, mas, sí de orden estadístico relacionados con la obtención de la información.

El modelo alternativo, plantea que la inversión bruta fija (FBKF) de las empresas, es financiada en primera instancia con los fondos provenientes del otorgamiento de crédito (Cr) a un costo (ra), en segundo lugar con fondos propios o autofinanciamiento ($Afdep$) y en último lugar a través de la colocación de títulos en el mercado de capitales (V^d). Por otra parte, además de relacionar las fuentes de financiamiento con los niveles de inversión y la tasa de interés, el modelo también hace notoria la relación entre la tasa de beneficio (q) de los activos de la empresa y la posibilidad de colocación de sus títulos.

$$Fbkf = Cr + Afdep + V^d$$

$$Cr = f \{ra^*, q^*, fbkf^*\}$$

$$Afdep = f \{ra^*, fbkf^*\}$$

$$V^d = f \{ra^*, q^*\}$$

donde:

ecuación de demanda de crédito

ecuación de autofinanciamiento

ecuación de demanda de títulos

Al igual que la formalización original de Mata, este modelo permite apreciar como en la medida en que aumenta la tasa activa nominal de interés ra , la demanda de crédito Cr disminuye, a la vez que los requerimientos de autofinanciamiento $Afdep$ aumentan. Por su parte, también se observa como un aumento de ra , que disminuye el valor efectivo de los títulos (acciones en mercado primario) de las empresas, incrementa la demanda del público por éstos.

El modelo también establece relaciones positivas entre el aumento del stock de capital FBKF y el incremento de los requerimientos de fondos a través del crédito y el autofinanciamiento.

Finalmente, también se relaciona el aumento en la tasa de beneficio de los activos de las empresas q y el incremento de la demanda de sus títulos por parte de terceros, en la medida en que mejoran las expectativas acerca de los dividendos. Por su parte, un aumento de q , que mejora la percepción acerca de la rentabilidad de las inversiones de la empresa, deberá incrementar la demanda de crédito con fines de ampliación de los niveles de inversión.

II. COMPROBACIÓN EMPÍRICA

II.1 Datos y variables

El tamaño de la muestra incluye treinta (30) observaciones. Para efecto de nuestro estudio, utilizamos series cronológicas que abarcan los años comprendidos entre 1968-1997 referentes al sector manufacturero venezolano.

Por otro lado, con el propósito de corregir problemas de volatilidad de las series en bolívares, optamos por expresar los valores nominales de las variables en términos de dólares americanos; para ello utilizamos el valor promedio del tipo de cambio de cada año¹⁰.

II.2 Estacionariedad de las series y estimación del modelo

Cada una de las series utilizadas en el modelo han sido estudiadas previamente en lo que se refiere a su estacionariedad y grado de integración¹¹. En este sentido, analizamos los gráficos y correlogramas de las series y seguidamente aplicamos la prueba formal de raíz unitaria o test de Dickey-Fuller, obteniendo resultados satisfactorios.

Una vez determinado el grado de integración de las variables pasamos a estimar los parámetros del modelo econométrico¹² a través de un mecanismo interactivo de ecuaciones simultáneas llamado Mínimos Cuadrados en tres etapas (MC3E), para luego centrarnos en las inferencias de sus resultados.

II.3 Modelo fuentes de financiamiento de la inversión en el sector de la manufactura

$$Fbkf = Cr + Afdep + V^d$$

$$Cr = f \{ra^-, q^+, fbkf^+\}$$

$$Afdep = f \{ra^+, fbkf^+\}$$

$$V^d = f \{ra^+, q^+\}$$

donde:

ecuación de demanda de crédito

ecuación de autofinanciamiento

ecuación de demanda de títulos

¹⁰ Véase Cuadro Variables y Data del Sector Manufacturero Venezolano.

¹¹ El concepto de estacionariedad supone que una serie de tiempo tiene media y varianza constante, y el valor de la covarianza entre dos periodos depende solamente del rezago entre estos dos periodos de tiempo. Para mayor información, véase GUJARATI (1997).

¹² Este modelo está estructurado linealmente y para su estimación hacemos uso de un paquete econométrico llamado Econometric Views.

Variables y data del sector manufacturero venezolano

Año	FBKF*	Cr*	AFDep*	Vs*	ra (%)	q (%)	rd (%)	B*	K*
1968	201,45	68,00	132,22	1,22	10,20	21,56	6,20	359,56	1667,33
1969	211,10	100,69	109,11	1,30	10,83	23,17	7,00	402,44	1736,56
1970	211,27	72,67	136,67	1,93	10,20	23,04	7,00	423,56	1838,55
1971	284,20	119,09	163,18	1,93	10,00	23,20	8,00	453,86	1956,63
1972	243,51	62,27	178,18	3,06	10,20	25,77	8,00	535,45	2077,65
1973	328,55	127,24	198,14	3,17	10,10	30,18	7,75	661,86	2192,82
1974	651,45	385,12	242,56	23,77	10,20	35,80	7,75	831,63	2323,23
1975	1202,43	900,70	298,37	3,36	10,00	38,43	7,75	1050,00	2732,12
1976	1318,83	941,86	356,51	20,45	9,90	39,56	7,75	1438,60	3636,18
1977	1755,81	1.145,58	480,70	129,53	9,90	33,57	8,25	1543,72	4598,49
1978	2168,11	1.600,70	493,49	73,92	10,10	29,81	8,50	1751,16	5873,23
1979	1143,16	454,88	596,05	92,23	11,50	25,41	11,53	1917,67	7548,23
1980	2325,09	1.512,56	725,35	87,19	12,60	27,71	14,08	2243,26	8095,34
1981	2826,84	1.916,98	857,21	52,65	14,90	25,68	14,39	2490,00	9695,09
1982	1826,23	893,26	901,63	31,35	16,30	27,12	15,14	3163,72	11664,72
1983	1420,00	788,01	589,62	42,37	16,30	19,18	13,99	1518,13	7914,34
1984	1186,08	478,21	656,68	51,19	15,10	50,19	12,50	4013,24	7996,51
1985	1212,58	627,40	559,45	25,73	13,70	52,60	10,53	3391,91	6448,31
1986	1591,37	1.058,06	484,11	49,20	12,66	61,12	8,92	3232,61	5288,64
1987	1568,96	975,69	491,36	101,91	12,62	70,54	8,94	3833,14	5434,27
1988	1004,57	776,53	451,80	176,24	12,69	72,73	8,95	3460,82	4758,32
1989	1287,47	373,54	526,64	387,29	34,06	105,31	30,20	3276,85	3111,57
1990	1346,49	520,04	649,34	177,10	34,90	110,92	27,90	3572,61	3220,98
1991	1553,32	203,67	657,01	692,63	38,30	141,04	31,50	4584,04	3250,18
1992	1260,42	284,46	510,45	465,50	42,46	132,55	35,80	4572,13	3449,35
1993	1065,41	137,07	690,64	237,70	61,78	143,16	51,42	4511,34	3151,21
1994	779,16	43,81	560,58	174,77	56,51	220,69	35,13	4763,89	2158,59
1995	1425,31	588,88	728,65	107,79	40,24	324,59	23,90	6496,25	2001,34
1996	1100,77	305,02	502,55	293,21	37,22	506,03	24,28	5785,42	1143,29
1997	968,04	166,51	567,44	400,60	22,16	407,96	16,86	6068,68	1487,55

*MM de USD\$. Fuente: FBKF= Cr + AFdep - Vd. Cr: BCV/Asobanca; AFDep: BCV;
Vs: BCV/CNV; ra: BCV; q= B/K; rd: BCV; B: BCV; K: Kt+1= kt+fbkt-Dept.

System: MODELO2. Estimation Method: Three-Stage Least Squares

Instruments: C RD FBKFREZ B. Sample: 1968 1997

Date: 11/11/99 Time: 12:10

	Coefficient	Std. Error	T-Statistic	Prob.
C(1)	108.2869	74.78150	1.448043	0.1517
C(2)	-1428.465	181.1576	-7.885207	0.0000
C(3)	0.629499	0.048234	13.05100	0.0000
C(4)	-62.11359	63.57563	-0.977003	0.3316
C(5)	627.2124	143.3131	4.376519	0.0000
C(6)	0.357421	0.043080	8.296621	0.0000
C(7)	-25.27990	40.62222	-0.622317	0.5356
C(8)	624.7789	181.2497	3.447061	0.0009
C(9)	43.80946	18.50194	2.367831	0.0204

Determinant residual covariance 8.06E+11

Equation: $CR = C(1) + C(2) \cdot RA + C(3) \cdot FBKF$

Observations: 28

- R-squared 0.913757
- Mean dependent var 621.2139
- Adjusted R-squared 0.906858
- S.D. dependent var 503.4571
- S.E. of regression 153.6514
- Sum squared resid 590218.6
- Durbin-Watson stat 1.781625

Equation: $AFDEP = C(4) + C(5) \cdot RA + C(6) \cdot FBKF$

Observations: 29

- R-squared 0.670056
- Mean dependent var 495.2921
- Adjusted R-squared 0.644676
- S.D. dependent var 211.5024
- S.E. of regression 126.0746
- Sum squared resid 413264.8
- Durbin-Watson stat 1.699610

Equation: $V^d = C(7) + C(8) \cdot RA + C(9) \cdot Q$

Observations: 29

- R-squared 0.405022
- Mean dependent var 134.7955
- Adjusted R-squared 0.359254
- S.D. dependent var 167.7636
- S.E. of regression 134.2890
- Sum squared resid 468872.1
- Durbin-Watson stat 1.233659

II.3.1 Análisis de los estadísticos de la regresión

Coeficiente	Prueba T-Student			Prueba estadístico R^2		
	$t_{\text{calculado}}$	$T_{\text{teórico}}$ $\alpha=0.05$ $n-k=27$	Resultado	$F_{\text{calculado}}$	$F_{\text{teórico}}$ $\alpha=0.05$ $k-1=2$ $n-k=27$	Resultado
C(2)	-7.885	-1.703	significativo	143.03	3.35	significativo
C(3)	13.055	1.703	significativo			91%
C(5)	4.376	1.703	significativo	27.42	3.35	significativo
C(6)	8.296	1.703	significativo			67%
C(8)	3.447	1.703	significativo	9.19	3.35	significativo
C(9)	2.3678	1.703	significativo			40.5%

II.3.2 Análisis de cointegración

Ecuación	R^2	dw	Valor Crítico ¹ para $\alpha=0.01$	$\tau_{calculado}$	Valor Crítico para $\alpha=0.01$
Cr	0.9137	1.7816	0.511	-4.6610	-2.6486
Afdep	0.6700	1.6996	0.511	-4.5255	-2.6453
V ^d	0.4050	1.2336	0.511	-3.5011	-2.6453

¹ Sargan y Bhargava en base a 10.000 simulaciones, cada una de ellas conformadas por 100 observaciones, obtuvieron como valores críticos resultantes: para $\alpha = 1\%$ v.c. = 0.511, para $\alpha = 5\%$ v.c. = 0.386, para $\alpha = 10\%$, v.c. = 0.322, con el fin de probar la hipótesis de que el verdadero $dw = 0$.

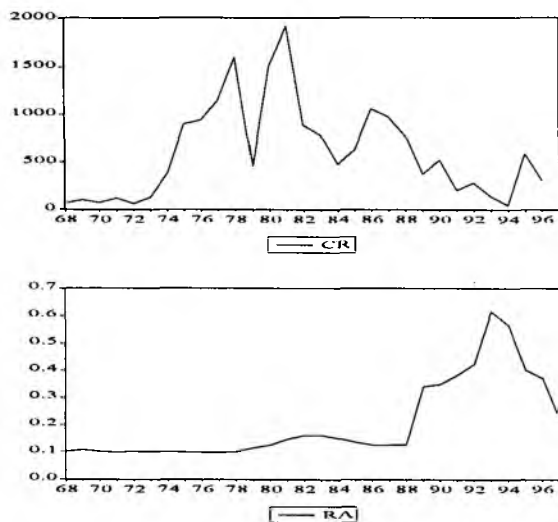
Las diferentes pruebas (Granger y Newbold, Sargan y Bhargava, y de Raíz Unitaria para los residuos) arrojan que los resultados de las regresiones no son espúreos, es decir, sus estadísticos son válidos. De igual forma, que las series están cointegradas, y por tanto, que existe una relación a largo plazo entre las variables.

II.3.3 Interpretación y discusión de los resultados

Una vez realizadas las pruebas de cointegración, y comprobada la existencia de relaciones válidas y significativas entre las variables en el largo plazo, seguidamente discutimos algunas interpretaciones que se deducen de los resultados obtenidos.

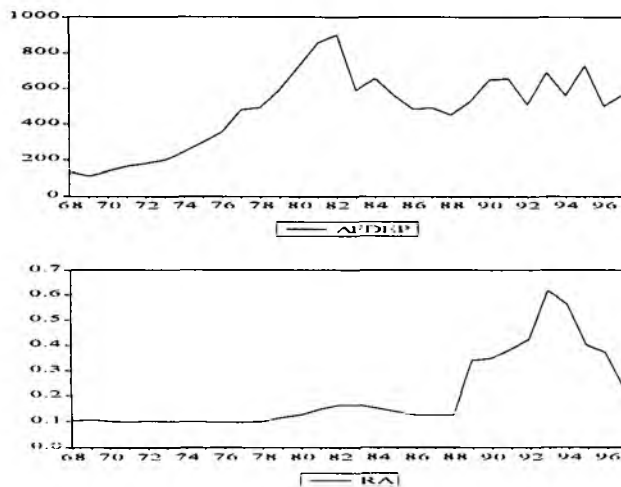
En primer término, a lo largo de la serie de tiempo, se observa como en la medida en que el costo del crédito (ra) aumenta, el volumen de nuevos créditos otorgados a la manufactura disminuye substancialmente (véase Gráfico No. 3). A su vez, se aprecia claramente, que mientras la tasa de interés activa nominal continua aumentando, el autofinanciamiento surge como la alternativa inmediata al crédito, lo cual se evidencia en el Gráfico No. 4 a través de la asociación positiva entre ra y $Afdep$ observada en la regresión. Por su parte, la tasa de interés activa nominal, creciente a lo largo del período considerado, funciona como una importante tasa de descuento del valor de las acciones, elevando la demanda por estas, razón evidenciada en el Gráfico No. 5 a través de la correlación positiva existente entre ra y Vd .

Gráfico No. 3: Comparación entre el comportamiento de la demanda de crédito y la tasa de interés activa nominal. 1968-1996



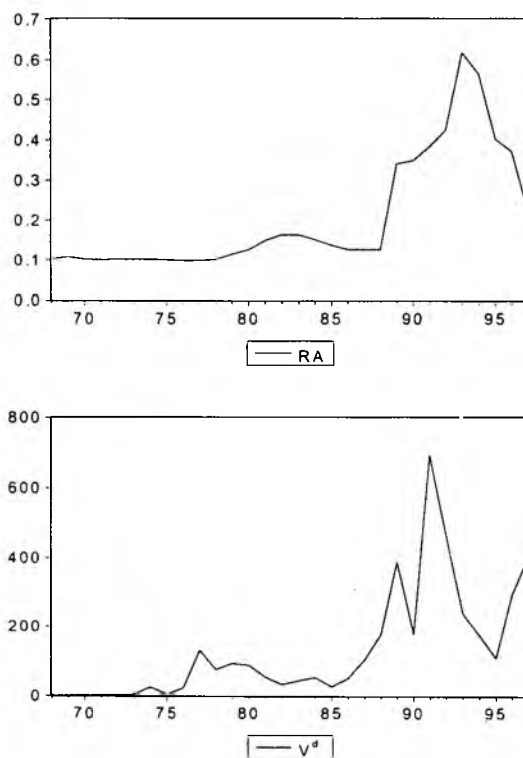
Nota: CR: Demanda de crédito. RA: Tasa de interés activa nominal

Gráfico No. 4. Comparación entre el comportamiento del autofinanciamiento y la tasa de interés activa nominal. 1968-1996.



Nota: AFDEP: Autofinanciamiento. RA: Tasa de interés activa nominal

Gráfico No. 5: Comparación entre el comportamiento de la demanda de títulos y la tasa de interés activa nominal. 1968-1996.



Nota: RA: Tasa de interés activa. V^d : Demanda de títulos.

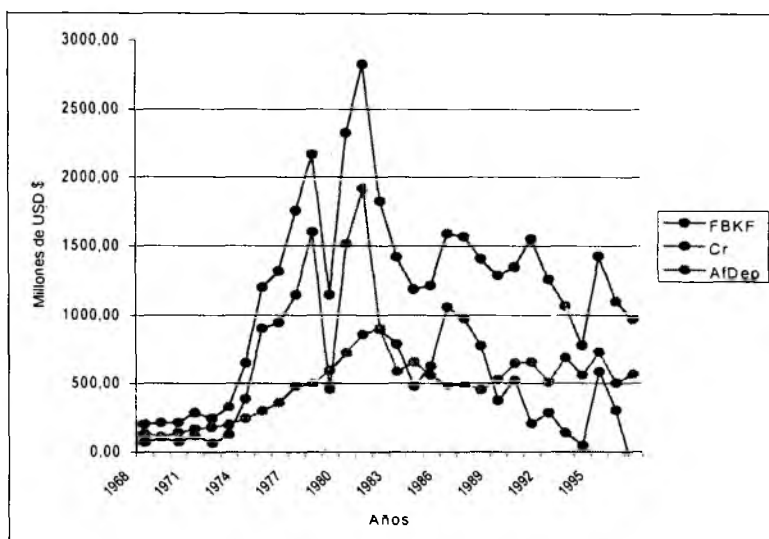
Como dijimos anteriormente, en el capítulo I, la implicación directa del proceso inflacionario sobre las fuentes de financiamiento del sector, se aprecia fundamentalmente en la existencia de elevados tipos de interés durante períodos de inflación persistente, que van aumentando - en los términos de Minsky - el grado de fragilidad de las empresas debido al acortamiento de los plazos medios de los compromisos establecidos. De esta forma, los calendarios de pago se convierten en calendarios de renegociación o de refinanciamiento de las deudas, disminuyendo progresivamente la accesibilidad de las empresas a nuevos créditos de dinero fresco. La alternativa de financiamiento con fondos propios, provenientes en su mayor parte de la depreciación anticipada de los equipos y demás bienes de capital, parece ser la salida instantánea, ya que evita a las

unidades empresariales incurrir en nuevos costes crecientes del crédito, y les permite mantenerse operando.

En referencia, a la asociación entre los niveles de inversión previstos (o entre el stock de capital) y las fuentes de financiamiento de dicha inversión, ésta es positiva, ya que en la medida en que se eleva el volumen de inversión Fbkf, la necesidad de disponer de fondos se hace cada vez mayor, para lo cual las empresas aumentan sus solicitudes de crédito y utilizan una mayor parte de los fondos obtenidos de la recuperación del valor de sus bienes de capital como forma de autofinanciamiento.

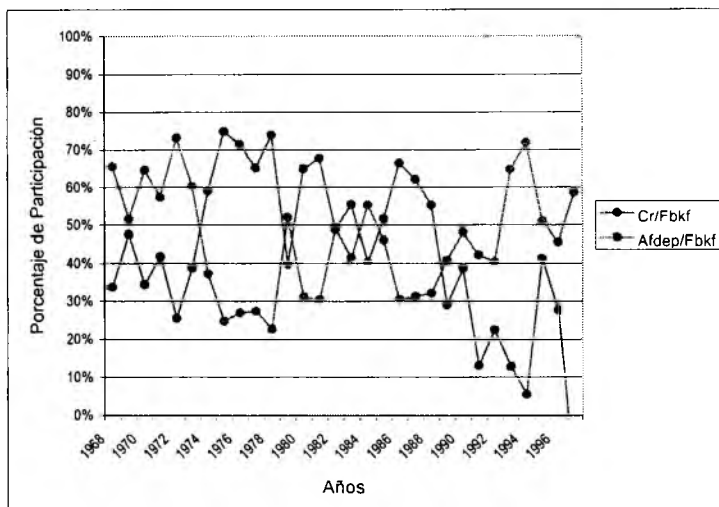
Un resultado que parece ser de gran interés, es el hecho de que, cuando nos acercamos a los periodos de la serie de tiempo considerada, en que la inflación es un fenómeno persistente, se observa que la escasa inversión es financiada en una mayor parte con fondos propios de las organizaciones. Esto se aprecia notablemente, en los Gráficos No. 6 y No. 7 que comparan las tendencias y proporciones de inversión de la manufactura financiada con crédito y con fondos propios.

Gráfico No. 6: Tendencia de la inversión, crédito y autofinanciamiento de la manufactura en Venezuela. 1968-1996.



Nota: FBKF: Inversión. Cr: Crédito. AfDep: Autofinanciamiento.

Gráfico No. 7: Participación del crédito y autofinanciamiento en la inversión de la manufactura en Venezuela. 1968-1996.



Nota: Cr/Fbkf: Crédito/Inversión. Afdep/Fbkf: Autofinanciamiento/Inversión

En lo que se refiere a la asociación entre la demanda de títulos de la manufactura y la evolución de la tasa de beneficio como aproximación a los rendimientos internos del capital del sector (q), se aprecia que en la medida en que los flujos de ganancias de la actividad se ven incrementados, la demanda por acciones de empresas pertenecientes a esta rama se eleva en virtud de que las expectativas acerca de los dividendos mejoran.

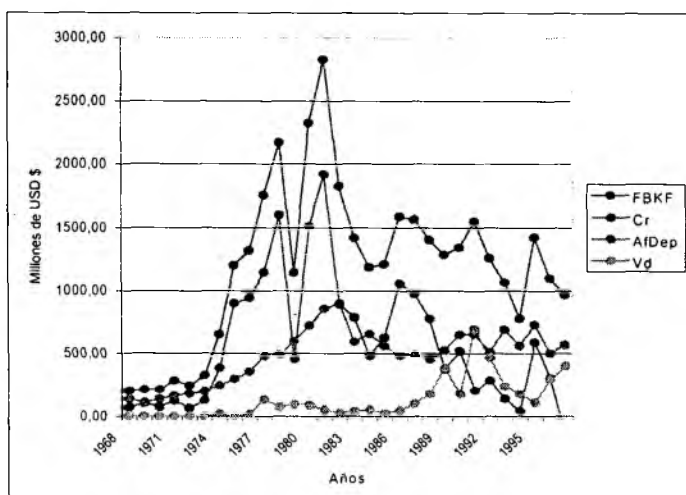
Otra inferencia de gran relevancia acerca de los resultados, es el hecho de que, en primera instancia el stock de capital parece actuar como el factor condicionante de primer orden sobre la demanda de fondos para el financiamiento, luego la tasa activa de interés nominal, y por último los rendimientos internos que se esperan sobre el capital. Es comprensible que en la medida en que se incrementa la demanda de capital, aumenten también las necesidades de disponer de recursos a través de las diferentes fuentes de financiamiento. Sin embargo, la tasa activa de interés nominal, parece actuar como la variable decisiva a la hora de escoger entre las diversas fuentes de financiamiento del sector, resultando que nos permite vincular las implicaciones de la inflación persistente, sinónimo de tasas de interés elevadas y volátiles, sobre las decisiones acerca del financiamiento de la inversión.

Finalmente, en lo que se refiere a la bondad del ajuste del R^2 ,¹³ en el caso particular de la ecuación de la demanda de crédito, éste es bastante satisfactorio, y para los otros casos, medianamente satisfactorio, lo cual significa en términos generales, que pudo haberse omitido alguna variable explicativa o que las limitaciones estadísticas desfavorecieron la obtención de aún mejores resultados. Este es el caso de la ecuación de demanda de títulos, para la cual sólo conseguimos lo colocado públicamente, ya que se hace imposible obtener información acerca de las ofertas primarias privadas de títulos entre particulares dueños de empresas.

III. CONCLUSIONES

- 1) Se deriva de la observación del Gráfico No. 8, que bajo condiciones de tasas interés bajas y estables, características para el período 1968-1982, predomina una estructura de financiamiento de las empresas de la manufactura basada en primer término, en la utilización de capital captado a crédito, en segundo lugar, recurriendo a sus fondos propios, y en última instancia a través de la emisión primaria de títulos.

Gráfico No. 8: Inversión, crédito, autofinanciamiento y emisión primaria de títulos de la manufactura en Venezuela. 1968-1996.



Nota: FBKF: Inversión. Cr: Crédito. AfDep: Autofinanciamiento. Vd: Títulos.

¹³ La bondad del ajuste del R^2 , explica en términos porcentuales el aporte que las variables independientes hacen en conjunto al comportamiento de la variable dependiente.

- 2) Se aprecia claramente al observar los resultados econométricos referentes a las correlaciones entre la tasa de interés y las distintas fuentes de financiamiento, que un aumento en la tasa activa nominal de interés provoca una disminución en la demanda de crédito (asociación negativa), a la vez que produce un incremento en el autofinanciamiento y en la emisión primaria de títulos (asociación positiva). De esto se deriva que, la tasa de interés activa nominal guía las preferencias acerca de la selección de las fuentes de financiamiento de las empresas, ya que, en la medida en que el costo del crédito sube, las demás fuentes de financiamiento (emisión primaria de títulos y autofinanciamiento) representan importantes alternativas a considerar.

Evidencia de lo dicho anteriormente, es el hecho de que para la actividad manufacturera, se observa que en períodos de inflación persistente, la alternativa de financiamiento con fondos propios, provenientes en su mayor parte de la depreciación anticipada de los equipos y demás bienes de capital, parece ser la salida inmediata, ya que evita a las unidades empresariales incurrir en nuevos costes crecientes del crédito, y les permite mantenerse operando.

- 3) Por otro lado, se observa una asociación positiva entre el ritmo de acumulación de capital y las distintas fuentes de financiamiento, ya que en la medida en que se eleva el volumen de inversión, la necesidad de disponer de fondos se hace cada vez mayor.
- 4) De igual forma, se aprecia (a través de su correlación positiva) cómo un aumento en la tasa de rentabilidad de los activos de las empresas (tasa de beneficio o de rendimientos internos del capital) provoca un aumento en la demanda de títulos del sector manufacturero, ya que las expectativas acerca de los dividendos se hacen más optimistas.
- 5) Otra conclusión de importancia es que, para el período 1968-1982¹⁴, los rendimientos esperados de la actividad productiva (q) superan a los rendimientos esperados de la actividad especulativa (rd)¹⁵. De esta forma, se puede afirmar, en concordancia con lo expresado anteriormente por Mata (1994), que las condiciones financieras ex-ante, conducen las de-

¹⁴ Véase Cuadro Variables y Data del Sector Manufacturero Venezolano. Obsérvese que se ha considerado sólo el período 1968-1982 para verificar que $q > rd$, ya que para el período 1983-1997, la variable q presenta problemas de sobreestimación estadística estudiados anteriormente.

¹⁵ El lector debe notar que se ha utilizado rd (tasa nominal pasiva de interés) como variable aproximada a la mayor tasa de colocación financiera sin riesgo rl .

cisiones acerca de los procesos de producción y empleo ex-post (o preajuste financiero).

- 6) Corroborando lo dicho por Dreizzen (1985), la implicación directa del proceso inflacionario sobre la inversión, se manifiesta a través de su incidencia sobre los condicionantes de la estructura del financiamiento de las empresas. Esto se evidencia fundamentalmente en la existencia de tipos de interés elevados y volátiles que pudieran interpretarse como el resultado de condiciones de inflación persistente observables para el lapso 1983-1997.
- 7) Por un lado, el aumento en la tasa nominal de interés opera acortando los plazos medios de los compromisos preestablecidos. Por otra parte, también el incremento en el grado de variabilidad del tipo de interés condiciona, por razones de riesgo (tanto del deudor como del acreedor), el acortamiento de los plazos efectivos en que se contratan los nuevos créditos. Todo esto, finalmente, se traduce en un aumento en el grado de fragilidad y vulnerabilidad financiera de las empresas.
- 8) En este sentido, el aumento de la fragilidad financiera condiciona el desencadenamiento de un proceso de endeudamiento crónico, lo cual hace predominar la existencia de unidades en situaciones de financiamiento tipo especulativo y tipo Ponzi. Todo esto, conduce al establecimiento implícito de calendarios de reconstrucción y refinanciamiento de las deudas, que en todo caso no implican dinero fresco para expandir las inversiones, sino –más bien- evidencia del propio proceso de endeudamiento progresivo.
- 9) El hecho de que la influencia de la tasa de interés activa nominal sobre las decisiones de financiamiento se haga más significativa cuando la inflación se acentúa, confirma el carácter anómalo y complejo del propio proceso inflacionario. Esto quiere decir que, en la medida en que se negocian mayores tasas de interés para cubrir la pérdida de valor de los activos en moneda nacional, se están generando endógenamente las condiciones para que el fenómeno se autoreproduzca, ya que se están aumentando los incentivos para la especulación, agravando aún más el problema de la estrangulación financiera de la inversión productiva.
- 10) Por último, todo lo dicho anteriormente, confirma que la inflación persistente es un problema de inelasticidad de oferta, que se expresa a través de la aversión (rechazo) por el dinero en moneda nacional, lo cual se evidencia a través de la disminución de la demanda de crédito y el desa-

rollo de actividades de orden especulativo o de selección adversa de cartera en detrimento de la actividad reproductiva.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aglietta, M. (1982), *La violencia de la moneda*, Edit. PUF, París.
- Azariadis, C. (1979), *Implicit Contracts and Related Topics: a Survey*, University of Pennsylvania, November.
- Dreizen, Julio (1985), *Fragilidad financiera e inflación*, Estudios Cedes, Buenos Aires.
- García, Gustavo (1998), *Lecciones de la crisis bancaria en Venezuela*, Ediciones IESA, Caracas.
- Gujarati, Damodar (1997), *Econometría*, 3ra. Edición, Mc Graw Hill, Colombia.
- Greene, William H. (1993), *Análisis econométrico*, 3ra. Edición, Prentice Hall.
- Keynes, John M. (1936), *Teoría general de la ocupación el interés y el dinero*, 7ma. edición, Fondo de Cultura Económica, México - Buenos Aires.
- Mata, Luis (1994), *Procesos financieros y desarrollo*, ANCE, Caracas.
- (1998), *Economía alternativa. Macroeconomía del desarrollo*, CENDES, Caracas.
- Minsky, Hyman P. (1967), "Financial Intermediation in the Money and Capital Markets" en Pontecorvo Gino y otros (Edits), *Issues in Banking and Monetary Analysis*, New York.
- (1975), *Financial Resources in a Fragile Financial Environment*, Challenge, No. 18, July-August.
- (1982), *Inflation, recession and Economic Policy*, Wheatsheaf Books, Brighton.
- (1987), *Las razones de Keynes*, F.C.E., México.
- Modigliani, F. y Miller, M. H.(1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 43, No. 3, June.
- Okun, A. (1981), *Prices and Quantities: a Macroeconomic Analysis*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- Valecillos, Héctor (1990), *Proceso y crisis de la inversión privada en Venezuela*, Ediciones FACES/UCV, Caracas.

Vera, Leonardo (1997), *Contribuciones al análisis de la inflación: Anotaciones para el caso venezolano*, Ediciones EVE, Caracas.

Vera, Leonardo y Gonzáles Raúl (1999), *Quiebras bancarias y crisis financieras en Venezuela: Una perspectiva macroeconómica*, Colección Premio Ernesto Peltzer, Premio 1997, BCV, Caracas.

ANÁLISIS DE INCIDENCIA IMPOSITIVA DE LOS IMPUESTOS DIRECTOS EN VENEZUELA 1988-1997

Tatiana Y. Lamanna C.

Resumen:

En esta investigación se realiza un análisis de Incidencia Impositiva de todos los cambios realizados en el sistema tributario directo venezolano a partir de 1989 con el fin de conocer las consecuencias redistributivas de estas reformas. Los principales resultados fueron obtenidos utilizando el índice Suits de progresividad, la tasa de impuestos efectiva (o presión fiscal individual) y el coeficiente de Gini, comparando, bajo dos escenarios el nuevo sistema directo de los años 1994 y 1997, con el sistema de 1988 (año anterior a la gran reforma fiscal). Los resultados indican que en el año 1994 el sistema es regresivo pero en menor magnitud que en el año 1988, tornándose para 1997 ligeramente progresivo. Sin embargo, a través de un análisis con un escenario alternativo en el que se comparan los sistemas tributarios directos pero usando la distribución del ingreso de 1988 para aislar un posible efecto de la distribución del ingreso se demuestra que la introducción de los nuevos impuestos y las sucesivas reformas, hicieron menos regresivo el sistema directo en Venezuela, aunque su carácter regresivo sigue manteniéndose.

Palabras Claves: Incidencia impositiva, impuestos directos, reforma fiscal, Venezuela.

INTRODUCCIÓN

El tema de la Reforma Fiscal cobró significativa importancia en los países de América Latina durante la década de la ochenta, período de grandes desequilibrios fiscales en la región, que afectaron también a Venezuela. En 1989, el gobierno entrante decide emprender un programa de "Ajuste Estructural y de Estabilización" que contemplaba importantes reformas para el sistema tributario, dado que la volatilidad de los ingresos petroleros debida a la inestabilidad en el mercado mundial, llevó a los gobiernos a tener menor control sobre los déficits fiscales, creando la necesidad de buscar nuevas formas de ingresos.

Entre los cambios ejecutados se encontraban la Reforma al Código Orgánico Tributario, la Reforma de la Administración Pública, la modificación del Impuesto sobre la Renta y la creación de nuevos impuestos entre los cuales se cuentan los Impuestos a la Nómina. Las reestructuraciones de los sistemas tributarios afectan la Distribución del Ingreso no sólo por la reducción de los ingresos de los agentes y su redistribución posterior, sino también porque al pecharse transacciones económicas, aquellos individuos con relativo poder y sobre los cuales recae la carga legal del impuesto, pueden tratar de evitar su pago, ya sea disminuyendo su nivel de actividad económica gravada o bien trasladando su

carga impositiva a otros agentes. Al no existir -económica y políticamente hablando- un esquema impositivo neutral, podemos a través de un *Análisis de Incidencia Impositiva* conocer los efectos de estas reformas sobre la distribución del ingreso. El sentido de esta investigación es realizar un análisis de incidencia del sistema tributario directo en esencia, es decir, del Impuesto sobre la Renta (personas naturales) y de los Impuestos a la Nómina, entre los cuales se cuentan, el Seguro Social, la contribución al INCE, el Seguro de Paro Forzoso y el Ahorro Habitacional; tanto para el sistema existente antes de las reformas (1988), como para el 1994, año en el cual culminó una de las más importantes reformas del ISLR y para el 1997, año en el cual se nos permite ver la evolución del análisis, al combinarse el efecto de la distribución del ingreso y de los impuestos.

Un *Análisis de Incidencia de Impositiva* no es fácil de realizar ya que, aquel que es legalmente responsable del impuesto no es necesariamente el que lo paga, de aquí que deban introducirse algunos supuestos para poder realizar el estudio. En la investigación dos escenarios fueron creados para el sistema impositivo directo considerado. Los supuestos conducen a que el primer escenario sea denominado como *más regresivo*, mientras el segundo sea *el más progresivo*. Para esto hemos utilizando una serie de herramientas para determinar el impacto de los impuestos como el Índice Suits de progresividad, la tasa efectiva (o presión fiscal individual) y el coeficiente Gini.

1. *Análisis de Incidencia Impositiva*

Un *Análisis de Incidencia Impositiva* intenta hallar cual es la verdadera carga fiscal¹ que soportan los distintos grupos de ingreso en la población. Las preguntas básicas en los estudios de incidencia se refieren a *quiénes financian la acción del Estado y quiénes se favorecen de ella?* A través de estos análisis se ha conocido que los sectores de menores ingresos soportan tasas efectivas (con respecto a sus ingresos) superiores a aquellos estratos ricos, empeorando de esta manera la distribución desigual del ingreso.

Para poder identificar quién soporta en realidad la carga fiscal hay que distinguir primera entre *Impacto Inicial*, *traslación* e *incidencia económica*. Se conoce como *Impacto Inicial* o *Incidencia Legal*² al hecho específico por el cual una persona se ve sujeta a pagar impuestos, al producirse el nacimiento de la obligación tributaria. Aunque sabemos que los impuestos no son pagos voluntarios

¹ El término carga fiscal se refiere a aquellos recursos con los que *debe* contribuir un individuo, exigidos a través de los distintos tributos que manejan las autoridades.

² Según la Teoría General del Tributo.

realizados por los contribuyentes, regulados por una ley; estos establecen unas cargas fiscales sobre los individuos que tratarán de evitar o de trasladar a otros. Es por esto que, para determinar *quién paga*, es preciso realizar un análisis que vaya más allá de la legislación tributaria y de la incidencia legal, es decir, "más allá de quién sea legalmente responsable por el impuesto" (Rosen, 1995). Al establecer dichos impuestos sobre transacciones económicas, aquellos individuos sobre los cuales recae la carga legal del impuesto pueden tratar de evitar el pago del mismo disminuyendo su nivel de actividad gravada por el impuesto, o bien pueden conseguir trasladar la carga a otros individuos. De aquí que la traslación sea el proceso por el cual el contribuyente carga el tributo a otras personas quienes verdaderamente soportarán el pago. En donde el resultado de dichos ajustes puede conducir a una distribución final de la carga o Incidencia económica que difiera enormemente de la distribución inicial o incidencia legal.

Por lo tanto, la incidencia es precisamente el efecto de la Traslación, es decir, el fenómeno por el cual un tercer sujeto soporta la carga tributaria. En virtud de lo anteriormente expuesto, las consideraciones de equidad y/o justicia en los impuestos deben analizarse en función de la distribución real de la carga (del verdadero impacto sobre los ingresos de los ciudadanos).

DIRECCIONES Y FORMAS DE LA TRASLACIÓN

Se dice que un impuesto se traslada *hacia adelante* total o parcialmente, cuando el contribuyente que recibe el impacto inicial o incidencia legal añade el importe al precio de una mercancía, es decir, la carga se traslada a los clientes, se denomina de retroceso o *hacia atrás*, cuando afecta o reduce los precios de los factores. Los impuestos pueden -por tanto- reducir el ingreso de los individuos en su rol como productores o pueden incrementar los precios de los bienes de consumo.

SUPUESTOS DE INCIDENCIA

Durante los últimos 25 años se han producido cambios sustanciales en el método usado por los economistas para analizar la incidencia de un impuesto, si bien este método ha suministrado una estructura consistente para este tipo de estudio, no elimina la falta de consenso entre los investigadores acerca de como influyen determinados impuestos.

En los más significativos estudios de incidencia existen acuerdos y diferencias acerca de los supuestos claves de traslación, algunos economistas han intentado hallar a través de estudios teóricos de equilibrios parciales y genera-

les, así como de estudios empíricos, usando métodos econométricos, cuáles impuestos se trasladan y en qué proporción.

Pechman J. (1986) en su trabajo *Who paid the taxes?* aplica en su análisis una metodología basada en varios escenarios, en los cuales logra reunir en 8 grupos los supuestos de incidencia considerada por la mayoría de los economistas.

1.2.a El Impuesto sobre la Renta (sobre personas naturales)

Hay consenso y se asume que lo soportan aquellos que son legalmente responsables por su pago, no se traslada la carga impositiva y tanto en el primer escenario, o escenario más regresivo, como en el segundo, o escenario más progresivo, el impuesto sobre la Renta es el mismo.

Probablemente se puede pensar que no se traslada dicho impuesto si los trabajadores no cambian las horas de trabajo en respuesta a ciertas modificaciones en las tasas de los impuestos. *Pechman (1986)* en su estudio determina que si el total de horas trabajadas son relativamente fijas, un impuesto sobre el ingreso es soportado por aquellos sobre quienes son aplicados legalmente, basándose en el supuesto de que su aplicación no cambia ni la demanda, ni la oferta de los factores de producción, es decir, el Impuesto sobre la Renta no es trasladado.

Para el caso venezolano asumimos que este impuesto es soportado por aquellas personas legalmente responsables de su pago, porque como veremos más adelante en los supuestos establecidos para los impuestos a la nómina, la mayor parte de la fuerza de trabajo venezolana está formada por hombres entre 25 y 64 años.

1.2.b Los impuestos a la nómina

Primeramente los impuestos a la nómina estudiados para el caso venezolano son: la contribución al Seguro Social Obligatorio, el Seguro por Paro Forzoso, la contribución al Instituto Nacional de Cooperación Educativa (INCE) y la contribución por Política Habitacional. Todos estos impuestos se incluyen dentro de la categoría de Impuestos Ad Valorem, ya que se aplican como porcentaje de los salarios pagados por los empleadores, los cuales se retiran vía nómina.

En este caso se asumen dos escenarios que reúnen las opiniones acerca de su incidencia. En el primer escenario (o el más regresivo) se asume que todo el

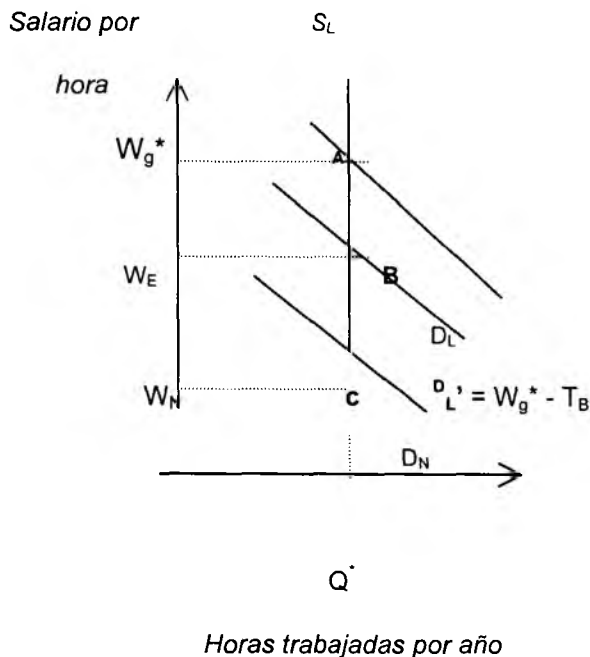
(los) impuesto (s) a la nómina es (son) soportado (s) por los trabajadores, porque éstos no reducirán sus horas de trabajo como consecuencia de los salarios más bajos inducidos por la aplicación de los impuestos. En la mayoría de los países la contribución de estos impuestos es compartida entre empleados y patronos, y aunque sólo menos de la mitad del total de la carga legal del impuesto a la nómina es retenido del salario de los trabajadores hay razones para pensar que la incidencia de estos impuestos cae enteramente sobre el trabajador, porque la oferta de trabajo está cerca de la perfecta inelasticidad.

La mayoría de las evidencias empíricas demuestran que la oferta de trabajo en promedio es muy indiferente a variaciones en las tasas de impuestos, debido a que la aplicación de éstos no inducirá a los receptores de salarios a retirarse de la fuerza de trabajo.

En la figura 1 se ilustra el impacto de un impuesto y su traslación en un mercado de trabajo competitivo: D_L es la demanda de trabajo y S_L la curva de oferta de trabajo perfectamente inelástica. El salario de equilibrio es W_g y al aplicar un impuesto a la nómina (*Ad valorem*) reduce la demanda de trabajo efectiva a D_L . en la porción del impuesto equivalente al patrono (T_B) esto disminuye el equilibrio de mercado del salario recibido por los empleados de W_g a W_E ; pero la porción del impuesto correspondiente a los empleados (T_E) será deducido de W_E , reduciéndose así la curva de demanda de trabajo (a D_N) y el salario neto a W_N siendo $W_N = W_E - T_E$.

Como el total de horas de trabajo por año es Q el total de impuesto está representado por el área $W_E B_C W_N$; pero como vimos, éste no es todo el impuesto soportado por el trabajador, ya que al asumir la perfecta inelasticidad de la curva de oferta, la parte entera del impuesto del patrono será movido hacia atrás a los empleados representado por el área $W_g A B W_E$.

Figura 1



La cantidad de horas de trabajo suministradas deberían caer como resultado de la reducción del salario pagado por los empleadores; pero como la oferta no responde, el impuesto no tiene ningún efecto sobre la cantidad de equilibrio de mercado de horas de trabajo. Como se ve en la figura 1 el equilibrio Pre y Post Impuestos es W_g^* . En este caso y pese a la distinción legal en el pago de los impuestos, los trabajadores soportan la carga impositiva total.

Algunos economistas han llevado a cabo estimaciones econométricas sobre los efectos que cambios en el salario pueden ocasionar en las decisiones de los individuos de ofrecer sus servicios y han encontrado que la respuesta de los hombres cuyas edades oscilan entre 20 y 60 años (aproximadamente) es muy pequeña, la elasticidad estimada de respuesta a cambios en los salarios se ubicó en la mayoría de los casos entre (-0.2) y 0 (Hausman, 1981).

Para el caso de Venezuela, las características de la fuerza de trabajo para el 1er semestre de 1997 demuestran que del total de la fuerza de trabajo, el 74% estaba constituido por personas entre 25 y 65 años, y de ellas el 64.3% son hombres.

De aquí que, si asumimos estos resultados econométricos, podemos decir en general que la oferta de trabajo es relativamente inelástica, es decir, que los cambios en la oferta de trabajo por cambios en los salarios es pequeña. Sin embargo, algunos economistas no comparten este criterio de incidencia, planteando la posibilidad de considerar otro supuesto, primero porque consideran que la conducta en los mercados laborales no es perfectamente competitiva, y segundo, porque existen acuerdos colectivos entre las empresas y los sindicatos impidiendo que la carga entera de los impuestos sea soportada por los trabajadores.

Por lo que el segundo escenario es denominado como el más progresivo ya que la carga del impuesto a la nómina es distribuido entre varios agentes y no recae solamente en uno.

Se asume que la carga impositiva del trabajador va a ser soportada por él, mientras que la carga del patrono se dividirá entre trabajadores y consumidores, es decir, se trasladará hacia adelante y hacia atrás. Este escenario se sustenta en el hecho de que los Sindicatos participan en el establecimiento de los salarios, pudiendo tener algún poder para tratar de evitar la carga total del impuesto, lo que induce a los patronos a aumentar los salarios brutos cuando un impuesto a la nómina es aplicado; llevando así a las empresas a cargar la otra porción del impuesto a los consumidores, es decir, si las empresas gozan de cierto poder de mercado pueden ser capaces de aumentar el precio de los productos trasladando la carga a los consumidores.

Como sabemos que los sindicatos en Venezuela participan en las negociaciones colectivas, con lo cual podemos asumir que 50% del impuesto del empleador o de la empresa es trasladada a los trabajadores y 50% a los consumidores.

En un caso de estudio muy similar a éste, en Puerto Rico (Mann, 1976) se explica porque la estructura de los mercados tienden a ser imperfectas, haciendo pensar que algún grado de poder de traslación existe.

2.- CONSECUENCIAS ECONÓMICAS DE LAS POLÍTICAS TRIBUTARIAS EN VENEZUELA.

Si bien en los países industrializados un alto porcentaje del ingreso proviene de la seguridad social, sus estructuras impositivas no poseen (al menos en principio) techos o límites de contribución que afecten la equidad del sistema impositivo.

En el cuadro A se observan los límites o topes de contribución existentes en cada uno de los impuestos a la nómina a lo largo de todos los años considerados en el estudio. En este período se observa que los impuestos a la nómina presentan características que contradicen los *Principios de la imposición*. Para 1986, la *Comisión de Estudio y Reforma Fiscal* consideraba al Impuesto sobre la Renta personal, en esencia como un impuesto sobre los ingresos salariales, y sostenía ya para ese momento: “*que el efecto combinado de los impuestos sobre la nómina*³ *y el Impuesto sobre la Renta da lugar a faltas de equidad horizontales y verticales, además de que pueden plantearse problemas de eficiencia en la asignación de recursos y en la distribución del ingreso*”. Es decir, mucho antes de la reforma fiscal llevada a cabo en 1989 ya se conocía de los perniciosos efectos que podía provocar la aplicación de diferentes tasas a los ingresos derivados de servicios laborales y del capital, además de los límites de aporte existente dentro de cada tributo que van reduciendo la tasa efectiva de contribución a medida que nos movemos hacia niveles de ingresos salariales superiores.

Cuadro A

IMPUESTOS	LIMITES O TOPES
Seguridad Social	En 1988: salario tope para cotizar era de Bs.3000. En 1994 y 1997: salario tope para cotizar es de 5 salarios mínimos.
INCE	No tiene tope de cotización pero deben declararlo todas aquellas empresas con más de 5 empleados.
Paro Forzoso	No tiene tope de cotización.
Política Habitacional	En 1993: el límite del aporte era el equivalente a 10 salarios mínimos. En 1994 y 1997: el límite se ubicaba en 15 salarios mínimos.

García (1996) en su trabajo *Ingresos fiscales y tributación no petrolera en Venezuela* expone las principales consecuencias de la tributación y política tributaria directa para Venezuela en los últimos años. En cuanto a la eficiencia económica plantea que la mayor distorsión del sistema es su sesgo pro capital, que afecta adversamente el uso del factor trabajo. El Impuesto sobre la Renta corporativo ha estado plagado de diversas exenciones y exoneraciones para distintas actividades económicas e ingresos de capital, además de que el sistema no permitía ajustes por inflación hasta la reforma de la ley de 1993. En contraste, en los impuestos a la nómina no se permiten deducciones.

³ Para ese momento sólo aplicaban las contribuciones a la Seguridad Social y al Instituto Nacional de Cooperación Educativa (INCE).

El otro elemento que refuerza la tendencia tributaria favorable al uso intensivo de capital era el sistema legal de prestaciones sociales, si bien esta regulación se encuentra fuera del sistema tributario, hace que los costos laborales sean elevados.

Después de la implementación en 1990 de la ley de política habitacional y el seguro al desempleo, la tasa marginal máxima de los impuestos a la nómina aumento del 4% al 5.50% para los trabajadores y del 12% al 15.70% para los patronos. Cuando se combinan las tasas nominales de todos los impuestos a la nómina que recaen sobre los trabajadores y las empresas, la tasa nominal sobre los salarios inferiores al tope de la contribución al Seguro Social aumenta del 18% al 21.20%⁴ a partir de 1990 con la implementación de estos nuevos impuestos.

Cuadro No. 1 Tasas efectivas de Impuestos a personas naturales
(en porcentaje)

CONCEPTO	Salario base(miles de bolívars)								
	0	180	450	1000	1500	2000	2500	3375	4250
	180	450	1000	1500	2000	2500	3375	4250	más
ISLR %	0	0	10	12,5	15	18	21	25,5	30
INCE* %	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Seguro Social									
Patrono	10	1,43	0,62	0,36	0,26	0,2	0,15	0,12	0,11
Trabajador	4	0,57	0,25	0,14	0,1	0,08	0,06	0,05	0,04
Paro Forzoso									
Patrono	1,7	0,08	0,03	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Trabajador	0,5	0,03	0,01	0,01	0	0	0	0	0
Política Habitacional***									
Patrono	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Trabajador	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Total general**									
Patrono	15,7	5,51	4,65	4,38	4,27	4,21	4,16	4,12	4,11
Trabajador	5,5	1,6	11,26	13,65	16,11	19,08	22,06	26,55	31,04
Total	21,2	7,11	15,91	18,03	20,38	23,29	26,22	30,67	35,15
Tasa efectiva ISLR descontando desgrava.			5,96	8,57	10,98	14,25	17,65	22,36	26,69
Impuestos trabajador	5,55	1,6	6,97	9,58	11,98	15,25	18,65	23,36	27,69
Total	21,2	7,1	11,63	13,96	16,26	19,46	22,81	27,49	31,8

* El aporte es cancelado por el patrono

** Promedios

*** No toma en cuenta el salario tope para declarar

Fuente: Gustavo García. Ingresos Petroleros y Tributación no Petrolera.

⁴ Esto se verá reflejado en el cálculo de las tasas efectivas en los capítulos siguientes.

Por otra parte se observa que la tributación directa sobre las personas naturales (ISLR e impuestos a la nómina) también muestra cierta regresión en la distribución vertical de los ingresos:

Los techos de los impuestos a la nómina producen tasas marginales decrecientes a medida que crecen los ingresos.

La deducción del Seguro Social del Impuesto sobre la Renta no beneficia a aquellas personas con ingresos inferiores al mínimo imputable. Las personas que pagan ISLR se benefician de la deducción y reducen las tasas a las cuales son gravadas. Sólo aquellas personas con ingresos muy elevados tienen tasas marginales más altas que aquellas personas cuyos ingresos están por debajo de los topes máximos de los impuestos a la nómina.

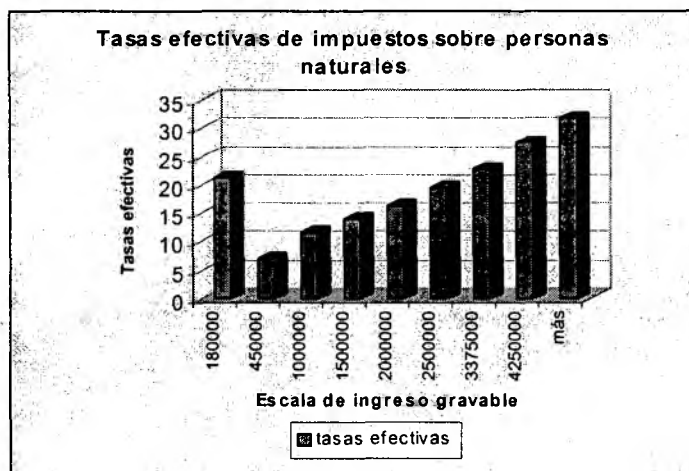
Las deducciones permitidas en el ISLR personal tienden a favorecer a quienes se encuentran en los niveles superiores de ingreso.

La deducción de ingresos provenientes del ahorro favorece a los grupos de más altos ingresos.

En el cuadro No.1 se muestran los cálculos aproximados de las tasas marginales efectivas de los impuestos a la nómina para 1992, tomando en consideración los diferentes topes de cada impuesto (excepto la contribución por política habitacional) y la deducción del Seguro Social en el Impuesto sobre la Renta de las personas naturales. En él se observa que las personas con bajos niveles de ingreso, a pesar de estar formalmente exentas del Impuesto sobre la Renta, son gravadas más fuertemente a través de los impuestos a la nómina que las personas con ingresos mayores que declaran el ISLR, (pero que gozan de las deducciones); sólo los estratos muy adinerados son pechados con tasas similares, esta característica regresiva de las tasas marginales efectivas se puede ver más claramente en la figura 2.

Por otra parte, Seijas (1997), en un análisis de incidencia realizado a todo el sistema tributario (incluyendo tanto el directo y como el indirecto, así como los impuestos del sector petrolero), muestra que las reformas tributarias no hacían al sistema tributario más regresivo, sino más bien lo que lo tornaba más regresivo era la distribución del ingreso más desigual existente luego de la reforma.

Figura No. 2



Fuente: García, Gustavo (1996). Ingresos fiscales y tributación No-Petrolera.

3.- ESTIMACIONES EMPÍRICAS

Para la estimación empírica en el análisis de Incidencia Impositiva de la economía venezolana y siguiendo la metodología expuesta en la parte uno, se requiere en primer lugar, emplear una medida del ingreso que sea lo más cercana posible a la definición de ingreso amplio o completo del economista⁵ con el fin de captar con mayor exactitud el ingreso total, tanto en dinero como en especies, proveniente tanto de la Encuesta Nacional sobre Presupuesto Familiar (editada por el Banco Central de Venezuela en 1989), así como de la Encuesta de Hogares por muestreo (realizada por la OCEI para los otros años de estudio).

Uno de los principales obstáculos presentes en los cálculos empíricos lo constituye la data de Distribución del Ingreso debido a que solo se publica en cuartiles, e igualmente no todas provienen de una misma fuente.

Por otro lado, la medición de la carga impositiva se realiza una vez establecidos los supuestos de traslación en los diferentes escenarios de la siguiente manera:

⁵ The economist's comprehensive definition of income.

En el Impuesto sobre la Renta a personas naturales fue distribuido entre los estratos por ingreso, de acuerdo a la base mínima para declarar y a las exenciones vigentes para cada año. Los ingresos provenientes de este impuesto fueron asignados dependiendo de la porción relativa que cada grupo contribuyente tiene en relación al ingreso total, de aquí que mientras más alto sea el nivel de ingreso, más alta será la contribución al fisco, imperando así la progresividad por excelencia del ISLR.

En los impuestos a la nómina se distribuye de acuerdo a su base imponible y a los diferentes techos de contribución prevalecientes en cada año. Cabe destacar que los ingresos salariales se obtienen utilizando los resultados de la Encuesta de Hogares por muestreo, con el fin de conocer qué proporción paga cada estrato de ingreso por los impuestos a la nómina dentro de la recaudación efectiva recibida por el gobierno. (Ver cuadro No. 2-1, 2-2, 2-3).

Cuadro No. 2-1 Asignación de la carga impositiva 1988. Impuestos directos.

Primer escenario					
Proporción de impuestos pagados por cada grupo de ingreso					
Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISLR Personas naturales	0.0	19.6	27.9	52.5	100.0
Impuesto a la nómina Seguro Social	19.6	26.8	26.8	26.8	100.0
Impuesto a la nómina INCE	7.5	16.5	21.2	54.8	100.0
Carga total	12.9	23.8	26.6	36.6	100.0

Carga absoluta (millones de bolívares)					
Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISLR Personas naturales		736.7	1048.8	1973.5	3759.0
Impuesto a la nómina Seguro Social	1597.8	2184.7	2184.7	2184.7	8152.0
Impuesto a la nómina INCE	83.9	184.5	237.0	612.7	1118.0
Carga total	1681.6	3105.9	3470.6	4770.9	13029.0

Segundo escenario
Proporción de impuestos pagados por cada grupo de ingreso

<i>Cuartiles</i>	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>	<i>Total</i>
ISRL Personas naturales	0.0	19.6	27.9	52.5	100.0
Impuestos a la nómina Seguro Social					
Empleados	19.6	26.8	26.8	26.8	100.0
Consumidores	13.6	18.8	22.5	45.1	100.0
Total	17.5	23.9	25.3	33.3	100.0
Impuestos a la nómina INCE					
Empleados	7.5	16.5	21.2	54.8	100.0
Consumidores	13.6	18.8	22.5	45.1	100.0
Total	10.6	17.8	21.9	50.0	100.0
Carga total	11.8	22.2	25.7	40.3	100.0

Carga absoluta (millones de bolívares)

<i>Cuartiles</i>	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>	<i>Total</i>
ISRL Personas naturales	-	736.8	1048.8	1973.5	3759.0
Impuestos a la nómina Seguro Social					
Empleados	1027.4	1404.8	1404.8	1404.8	5241.7
Consumidores	395.8	547.1	654.8	1312.5	2910.3
Total	1423.2	1951.9	2059.6	2717.3	8152.0
Impuestos a la nómina INCE					
Empleados	41.9	93.9	118.5	306.3	559.0
Consumidores	76.0	105.1	125.8	252.1	559.0
Total	117.9	199.0	244.3	558.4	1118.0
Carga total	1541.1	2887.7	3352.6	5249.2	13029.0

Cuadro No. 2-2 Asignación de la carga impositiva 1994. Impuestos directos.

Primer escenario
Proporción de impuestos pagados por cada grupo de ingresos.

<i>Cuartiles</i>	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>	<i>Total</i>
ISLR Personas naturales	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0
Impuesto a la nómina Seguro Social	8.6	16.7	28.3	46.4	100.0
Impuesto a la nómina Paro Forzoso	7.0	13.8	23.4	55.8	100.0
Impuesto a la nómina INCE	7.0	13.8	23.4	55.8	100.0
Impuesto a la nómina Política Habitacional	7.0	13.8	23.4	55.8	100.0
Carga total	6.7	13.0	22.1	58.2	100.0

Carga absoluta (millones de bolívars)

Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISLR Personas naturales	-	-	-	12795.0	12795.0
Impuesto a la nómina Seguro Social	5351.0	10391.0	17608.6	28870.7	62221.3
Impuesto a la nómina Paro Forzoso	685.6	1351.6	2291.8	5465.1	9794.1
Impuesto a la nómina INCE	454.4	895.9	1519.1	3622.5	6492.0
Impuesto a la nómina Política Habitacional	1292.4	2547.9	4320.3	10302.4	67839.7
Carga total	7783.5	15186.3	25739.9	67839.7	116549.4

Segundo escenario
Proporción de impuestos pagados por cada grupo de ingreso

Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISRL Personas naturales	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0
Impuestos a la nómina Seguro Social					
Empleados	8.6	16.7	28.3	46.4	100.0
Consumidores	13.6	18.8	22.5	45.1	100.0
Total	10.4	17.4	26.2	45.9	100.0
Impuestos a la nómina Paro Forzoso					
Empleados	7.0	13.8	23.4	55.8	100.0
Consumidores	13.6	18.8	22.5	45.1	100.0
Total	9.6	15.7	23.1	51.7	100.0
Impuestos a la nómina INCE					
Empleados	7.0	13.8	23.4	55.8	100.0
Consumidores	13.6	18.8	22.5	45.1	100.0
Total	10.3	16.3	23.0	50.5	100.0
Impuestos a la nómina Política Habitacional					
Empleados	7.0	13.8	23.4	55.8	100.0
Consumidores	13.6	18.8	22.5	45.1	100.0
Total	9.2	15.5	23.1	52.2	100.0
Carga total	8.4	14.0	20.9	56.7	100.0

Carga absoluta (millones de bolívars)

Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISRL Personas naturales	0.0	0.0	0.0	12795.0	12795.0
Impuestos a la nómina Seguro Social					
Empleados	3440.7	6681.4	11322.3	18563.9	40008.3
Consumidores	3021.0	4176.0	4997.9	10018.1	22213.0
Total	6461.7	10857.4	16320.3	28581.9	62221.3
Impuestos a la nómina Paro Forzoso					
Empleados	420.6	829.2	1406.0	3352.8	6008.7
Consumidores	514.8	711.7	851.7	1707.2	3785.4
Total	935.4	1540.9	2257.8	5060.1	9794.1
Impuestos a la nómina INCE					
Empleados	227.2	447.9	759.6	1811.3	3246.0
Consumidores	441.5	610.2	730.4	1463.9	3246.0
Total	668.7	1058.2	1489.9	3275.2	6492.0
Impuestos a la nómina Política Habitacional					
Empleados	861.4	1698.2	2879.5	6866.5	12305.6
Consumidores	837.4	1157.6	1385.4	2777.0	6157.4
Total	1698.8	2855.8	4264.9	9643.5	18463.0
Carga total	9764.6	16312.2	24332.9	66139.7	116554.9

Cuadro No. 2-3 Primer escenario

Proporción de impuestos pagados por cada grupo de ingreso

Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISLR Personas naturales	-	-	-	-	-
Impuesto a la nómina Seguro Social	7.4	15.9	29.6	47.1	100.0
Impuesto a la nómina Paro Forzoso	6.2	13.4	25.0	55.4	100.0
Impuesto a la nómina INCE	6.2	13.4	25.0	55.4	100.0
Impuesto a la nómina Política Habitacional	6.4	13.7	25.6	54.3	100.0
Carga total	5.4	11.6	21.6	61.4	100.0

Carga absoluta (millones de bolívars)

Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISLR Personas naturales	-	-	-	-	-
Impuesto a la nómina Seguro Social	10390.4	22325.4	41561.7	66133.7	140411.2
Impuesto a la nómina Paro Forzoso	1370.3	2961.6	5525.4	12244.4	22101.8
Impuesto a la nómina INCE	1270.4	2745.8	5122.8	11352.0	20491.0
Impuesto a la nómina Política Habitacional	4192.4	8974.5	16769.8	35570.3	65507.0
Carga total	17223.6	37007.3	68979.7	195857.4	319068.0

Segundo escenario

Proporción de impuestos pagados por cada grupo de ingreso

Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISRL Personas naturales	-	-	-	100.0	100.0
Impuestos a la nómina Seguro Social					
Empleados	7.4	15.9	29.6	47.1	100.0
Consumidores	13.6	18.8	22.5	45.1	100.0
Total	9.6	16.9	27.1	46.4	100.0
Impuestos a la nómina Paro Forzoso					
Empleados	6.2	13.4	25.0	55.4	100.0
Consumidores	13.6	18.8	22.5	45.1	100.0
Total	9.1	15.5	24.0	51.4	100.0
Impuestos a la nómina INCE					
Empleados	6.2	13.4	25.0	55.4	100.0
Consumidores	13.4	18.8	22.5	45.1	100.0
Total	9.9	16.1	23.8	50.3	100.0
Impuestos a la nómina Política Habitacional					
Empleados	6.4	13.7	25.6	54.3	100.0
Consumidores	13.6	18.8	22.5	45.1	100.0
Total	9.2	15.4	24.6	51.2	100.0
Carga total	7.3	12.7	20.1	59.8	100.0

Carga absoluta (millones de bolívars)

Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISRL Personas naturales	-	-	-	-	-
Impuestos a la nómina Seguro Social					
Empleados	6681.0	14355.2	26724.2	42524.0	90284.4
Consumidores	6817.2	9423.8	11278.5	22607.2	50126.8
Total	13498.3	23779.1	38002.7	65131.2	140411.2
Impuestos a la nómina Paro Forzoso					
Empleados	840.7	1817.0	3389.9	7511.9	13559.4
Consumidores	1161.8	1606.0	1922.0	3852.6	8542.3
Total	2002.4	3422.9	5311.9	11364.5	22101.8
Impuestos a la nómina INCE					
Empleados	635.2	1372.9	2561.4	5676.0	10245.5
Consumidores	1393.4	1926.2	2305.2	4620.7	10245.5
Total	2028.6	3299.1	4866.6	10296.7	20491
Impuestos a la nómina Política Habitacional					
Empleados	2794.3	5981.5	11177.1	23707.6	43660.4
Consumidores	2971.1	4107.2	4915.5	9852.8	21846.6
Total	5765.4	10088.6	16092.5	33560.4	65507
Carga total	23294.7	40589.7	64273.8	190909.8	319068

Igualmente las tasas efectivas, el índice Suits de progresividad y el coeficiente Gini⁶ se calcularon para ambos escenarios en todos los años de estudio.

En cuanto a los principales resultados tenemos que:

En el Sistema Tributario Directo de 1988 y contrastando los dos escenarios estudiados, podemos ver (Cuadro No. 3-1) que en el escenario más progresivo el total de las tasas efectivas para cada grupo de ingreso mostraron, exceptuando el estrato más alto, ser más pequeñas que aquellas obtenidas en el primer escenario o escenario más regresivo.

Cuadro No. 3-1 Impuestos directos 1988. Tasas efectivas %

Primer escenario					
Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISLR Personas naturales	-	1.033	1.034	1.033	0.934
Impuesto a la nómina Seguro Social	4.140	3.060	2.150	1.140	2.030
Impuesto a la nómina INCE	0.220	0.260	0.230	0.320	0.280
Carga de impuestos a la nómina	4.360	3.320	2.380	1.460	2.310
Carga total	4.360	4.350	3.410	2.490	3.240
Segundo escenario					
Cuartiles	I	II	III	IV	Total
ISRL Personas naturales	-	1.033	1.034	1.033	0.934
Impuestos a la nómina Seguro Social					
Empleados	2.660	1.970	1.380	0.740	1.300
Consumidores	1.030	0.770	0.65	0.69	0.720
Total	3.690	2.740	2.030	1.430	2.020
Impuestos a la nómina INCE					
Empleados	0.110	0.130	0.120	0.160	0.140
Consumidores	0.200	0.150	0.120	0.130	0.140
Total	0.310	0.280	0.240	0.290	0.280
Carga de impuestos a la nómina	4.000	3.020	2.270	1.720	2.300
Carga total	4.000	4.050	3.300	2.750	3.230

Los resultados del índice Suits de progresividad para todo el sistema tributario directo evidencian que el primer escenario es más regresivo que el segundo (ver cuadro No. 4-1). A través de estos resultados podemos ver como bajo los supuestos establecidos en el primer escenario en 1988, el sistema impositivo directo tiene un mayor efecto distorsionante que bajo el segundo. Ahora, analizando el índice Suits para cada uno de los impuestos tenemos que, sólo dos

⁶ Para el cálculo ver Apéndice.

impuestos son progresivos: el ISLR (0.096) -el impuesto progresivo por excelencia- y la contribución al INCE (0.073), el más regresivo resultó ser la contribución al Seguro Social (-0.294).

En el segundo escenario estos resultados se mantienen, aunque se reduce enormemente la regresividad del SSO (-0.185) y la progresividad de la contribución al INCE (0.009). Para la adecuada interpretación de estas informaciones es importante acotar que la contribución al INCE es un impuesto que no tiene límites o techos de contribución.

Cuadro No. 4-1 Sistema Tributario 1988

<i>Impuestos</i>	INDICE SUITS	
	<i>Primer escenario</i>	<i>Segundo escenario</i>
ISLR	0.096	0.096
Seguro Social	-0.294	-0.185
INCE	0.073	0.009
Todo el sistema	-0.128	-0.087

El establecimiento del segundo escenario en 1994 tiene por objeto tornar más progresiva o equitativa la distribución del ingreso y que la carga no recaiga solamente sobre un grupo de personas. Sin embargo, la tasa efectiva del segundo escenario para los estratos más pobres es superior (5.68 vs. 4.52) (Ver cuadro No. 3-2), lo que podría interpretarse como que los grupos de individuos que conforman estas familias reciben una mayor carga como consumidores.

Las tasas son totalmente regresivas, los estratos de altos ingresos ven reducidos sus tasas efectivas por la aplicación (traslado) al consumo. Aquí es importante señalar que esta proporción (tasa efectiva) se incrementa debido no sólo por soportar directamente la mitad de la carga del patrono sino porque al trasladarse vía precios, aumentará en proporción al consumo del hogar.

En cuanto a los resultados del índice Suits tenemos que tanto en el primer escenario como en el segundo todo el sistema es regresivo aunque en una magnitud menor a la del año anterior; inferior en el primer escenario, comparado con el segundo. (Ver cuadro No. 3-2 y 4-2).

Recordando que la distribución por estratos empeoró (se volvió más desigual) de 1988 a 1994.

Cuadro No 3-2 Impuestos directos 1994. Tasas efectivas %

Primer escenario					
<i>Cuartiles</i>	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>	<i>Total</i>
ISLR Personas naturales	-	-	-	0.750	0.450
Impuesto a la nómina Seguro Social	3.110	2.01	1.770	1.110	1.450
Impuesto a la nómina Paro Forzoso	0.400	0.260	0.230	0.210	0.230
Impuesto a la nómina INCE .	0.260	0.170	0.150	0.140	0.150
Impuesto a la nómina Política Habitacional	0.750	0.490	0.430	0.400	0.430
Carga total de los impuestos a la nómina	4.520	2.930	2.580	1.860	2 260
Carga total	4.520	2.930	2.580	2.610	2.720

Segundo escenario					
<i>Cuartiles</i>	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>	<i>Total</i>
ISLR Personas naturales	0	0	0	0.7500	0.450
Impuestos a la nómina Seguro Social					
Empleados	2.000	1.290	1.130	0.710	0.930
Consumidores	1.760	0.810	0.500	0.390	0.520
Total	3.760	2.100	1.630	1.100	1.450
Impuestos a la nómina Paro Forzoso					
Empleados	0.240	0.160	0.140	0.130	0.140
Consumidores	0.300	0.140	0.090	0.070	0.090
Total	0.540	0.300	0.230	0.200	0.230
Impuestos a la nómina INCE					
Empleados	0.130	0.090	0.080	0.070	0.080
Consumidores	0.260	0.120	0.070	0.060	0.080
Total	0.390	0.210	0.150	0.130	0.160
Impuestos a la nómina Política Habitacional					
Empleados	0.500	0.330	0.290	0.260	0.290
Consumidores	0.490	0.220	0.140	0.110	0.140
Total	0.990	0.550	0.430	0.370	0.430
Carga total de los impuestos a la nómina	5.680	3.160	2.440	1.800	2.270
Carga total	5.680	3.160	2.440	2.550	2.730

CUADRO No. 4-2 SISTEMA TRIBUTARIO 1994

IMPUESTOS	INDICE SUITS	
	Primer escenario	Segundo escenario
ISLR	0.394	0.394
Seguro Social	-0.323	-0.175
Paro Forzoso	-0.198	-0.117
INCE	-0.198	-0.133
Política Habitacional	-0.198	-0.109
Todo el sistema	-0.038	-0.062

Para el último año de estudio (1997) se mantienen las tendencias de las tasas efectivas para cada cuartil, pero a diferencia de lo ocurrido de 1988 a 1994, la tasa efectiva de impuestos cae, siendo en el segundo escenario de magnitud superior al primero para los dos primeros estratos o niveles inferiores, mientras que en los superiores la tasa se reduce de un escenario a otro. Esto puede deberse a que de 1994 a 1997 la distribución del ingreso mejoró permitiendo que la porción de la tasa efectiva cayera. (Ver cuadro No. 3-3).

En cuanto al índice Suits se observan importantes variaciones (ver cuadro 4-3): En el primer escenario, el sistema se torna ligeramente progresivo, por el ISLR y todos los restantes impuestos a la nómina excepto la contribución al Seguro Social; pero, para el segundo escenario, el sistema se mantiene ligeramente progresivo aunque todos los impuestos, exceptuando por supuesto al ISLR, se vuelven regresivos. Aquí la conclusión puede ser que al estar el índice Suits consolidado para todo el sistema, el ISLR puede influir enormemente, de hecho su magnitud creció muchísimo de 1994 a 1997.

Cuadro No 3-3 Impuestos directos 1997. Tasas efectivas %

Cuartiles	Primer escenario				
	I	II	III	IV	Total
ISLR Personas naturales	-	-	-	0.840	0.450
Impuesto a la nómina Seguro Social	1.020	0.930	1.120	0.790	0.900
Impuesto a la nómina paro forzoso	0.130	0.120	0.150	0.150	0.140
Impuesto a la nómina INCE	0.130	0.100	0.140	0.130	0.130
Impuesto a la nómina política habitacional	0.410	0.370	0.450	0.420	0.420
Carga total de los impuestos a la nómina	1.690	1.530	1.860	1.490	1.590
Carga total	1.690	1.530	1.860	2.330	2.040

Segundo escenario					
Cuántiles	I	II	III	IV	Total
ISRL Personas naturales	0	0	0	0.840	0.450
Impuestos a la nómina Seguro Social					
Empleados	0.660	0.600	0.720	0.510	0.580
Consumidores	0.670	0.390	0.300	0.270	0.320
Total	1.330	0.930	0.950	0.770	0.840
Impuestos a la nómina Paro Forzoso					
Empleados	0.080	0.080	0.090	0.090	0.090
Consumidores	0.110	0.070	0.050	0.050	0.050
Total	0.190	0.130	0.140	0.120	0.130
Impuestos a la nómina INCE					
Empleados	0.060	0.060	0.070	0.070	0.070
Consumidores	0.140	0.080	0.060	0.050	0.070
Total	0.190	0.120	0.120	0.110	0.120
Impuestos a la nómina Política Habitacional					
Empleados	0.280	0.250	0.300	0.280	0.280
Consumidores	0.290	0.170	0.130	0.120	0.140
Total	0.530	0.390	0.400	0.370	0.390
Carga total de los impuestos a la nómina	2.240	1.570	1.610	1.370	1.480
Carga total	2.240	1.570	1.610	2.210	1.930

Cuadro No. 4-3 Sistema Tributario 1997
Indice Suits

Impuestos	Primer escenario	Segundo escenario
ISLR	0.459	0.459
Seguro Social	-0.061	-0.085
Paro Forzoso	0.021	-0.036
INCE	0.021	-0.053
Política Habitacional	0.010	-0.044
Todo el sistema	0.079	0.051

Con estos resultados es difícil establecer una comparación entre los años de estudio o determinar si la introducción de los nuevos impuestos a la nómina tornan más o menos regresiva la distribución del ingreso, debido igualmente a que la distribución del ingreso no siguió un comportamiento uniforme para poder sacar una fuerte conclusión de estos resultados. Para esto se construyó un escenario alternativo - 1997, que consistió en calcular las cargas efectivas así como todos los índices, pero con la distribución del ingreso total del año 1988, con el fin de aislar los posibles efectos del deterioro del ingreso, sobre la distribución.

Se obtuvieron los siguientes resultados: en el índice Suits alternativo de 1997 lo que se obtiene es una confirmación de los resultados obtenidos en 1997 ya que se observa que la introducción de nuevos impuestos hacen ligeramente

progresivo el sistema impositivo directo. Esto podría explicarse por el alto peso del ISLR, como impuesto progresivo por excelencia (ver cuadro No.4-4). En este caso, el segundo escenario se torna más progresivo que el primero cumpliéndose el objetivo de la creación de ambos escenarios, en donde la carga se traslada a muchas más personas. En cuanto al comportamiento de cada uno de los impuestos vemos que todos son ligeramente progresivos -a excepción del Seguro Social- en el segundo escenario. Es interesante como se confirma en este escenario, los resultados anteriores ya que a pesar de aislar el efecto que pudiera ejercer el ingreso, el segundo escenario se torna más progresivo, aunque los impuestos a la nómina reduzcan su progresividad e incluso se tornen regresivos.

Cuadro No. 4-4 Sistema Tributario Alternativo 1997
Índice Suits

IMPUESTOS	Primer escenario	Segundo escenario
ISLR	0.525	0.525
Seguro Social	0.021	-0.005
Paro Forzoso	0.100	0.042
INCE	0.100	0.025
Política Habitacional	0.090	0.035
Todo el sistema	0.064	0.127

Comparación entre los sistemas de 1988, 1994 y 1997

Las diferencias en los resultados obtenidos para 1988, 1994 y 1997 responden a las reformas llevadas a cabo en el sistema impositivo de 1989 y a la evolución de la economía venezolana.

PRIMER ESCENARIO

Bajo los supuestos establecidos en este escenario denominado como más regresivo se obtuvieron los siguientes resultados:

Bajo la herramienta de la tasa efectiva podemos decir que el sistema impositivo de 1994 se torna más regresivo en comparación con 1988, mientras que en 1997 mantiene una ligera progresividad, que puede ser debida a la recuperación que el cálculo de distribución del ingreso arrojó, aunque su comportamiento no es estable.

Es importante hacer notar que el Sistema Impositivo Directo de 1994 es menos regresivo que el sistema de 1988, esto no nos confirma a simple vista que la introducción de los nuevos impuestos reduce la posible regresividad ya que este índice está consolidado, debido a que incluye el ISLR. Si se observa cada uno

de los impuestos detalladamente veremos que se tornan más regresivos en 1994, pudiendo pensarse que esa reducción en la regresividad del impuesto se deba al gran aumento en la magnitud de progresividad del ISLR al pasar de la ley de 1991 a 1994. Para 1997 se puede realizar el mismo análisis, sólo que -en este caso- el índice Suits de todo el sistema se torna ligeramente progresivo, observándose que la magnitud del ISLR se incrementa aún más.

Los cambios dentro de cada uno de los impuestos a la nómina pueden explicarse de 1988 a 1994 por el deterioro de la distribución del ingreso, mientras que de 1994 a 1997 más bien por la ligera recuperación que en nuestros cálculos y dados los valores estadísticos disponibles, sufrió la distribución del ingreso.

Esto se corrobora por la proporción que en impuestos a la nómina cargan los niveles o estratos más bajos. De aquí, y aislando los efectos que puedan haber afectado la distribución, el análisis de Incidencia Impositiva nos permite concluir que hallamos menos regresiva la imposición a la nómina imperante en 1994 y en 1997 que la mostrada en 1988 (Suits para 1988= -0.128 y Suits para 1994 = -0.038 y en el primer escenario alternativo Suits = 0.06), en esta comparación, bajo el supuesto de que la distribución del ingreso de 1997 es la misma de 1988, se aísla el efecto perturbador de las variaciones del ingreso, aunque se debe tener presente que la magnitud de la progresividad del ISLR afecta enormemente este resultado.

Esta variación también puede explicarse porque en 1994 y 1997 existen un mayor número de impuestos que no incluían topes de cotización, que en 1988, salvo por la contribución al Seguro Social y por el ahorro habitacional. Esta situación ayuda a disminuir la desigualdad en la distribución del total de impuestos pagados entre los grupos de ingreso, puesto que:

- El techo establecido sobre la contribución al Seguro Social fue ajustada, y en 1994 y 1997 implica un aumento en la cantidad recaudada.
- Todos los grupos de ingreso aumentan la proporción pagada en impuesto a la nómina por la introducción de nuevos impuestos.

En cuanto al ISLR se torna cada vez más progresivo a medida que nos movíamos en el tiempo. En 1994, el índice Suits era 0.394 mientras que en 1988 era 0.096 y en 1997, 0.459, explicándose porque en 1988 sólo el nivel o estrato más bajo no pagaba impuestos, mientras que con la reforma de 1994 sólo el grupo de más alto ingreso paga el ISLR. Esta reforma trajo consigo la introducción de las Unidades Tributarias que ajustó las bases imponibles que hicieron que el número de contribuyentes se redujera drásticamente, ya que para 1988 la

base imponible estaba establecida en términos nominales, lo que aunado a las tasas de inflación hacían que muchos individuos pagaran el ISLR.

SEGUNDO ESCENARIO

Bajo los supuestos establecidos en este escenario tenemos que el sistema en 1988 se torna regresivo y el 1997 progresivo. Sin embargo, la magnitud de la respectiva progresividad o regresividad fue pequeña (Suits 1988= -0.087 y Suits para 1997= 0.051). Las razones son las mismas a las expuestas anteriormente (como el aumento en la progresividad del ISLR que compensa el posible efecto de la mayor desigualdad del ingreso).

Estos resultados nos permiten concluir que el análisis de Incidencia Impositiva sobre el sistema de 1997 y 1994 hace al sistema impositivo directo más progresivo, ya que en el análisis alternativo el índice suits es de 0.068 .

La conclusión bajo este escenario es que las reformas ejecutadas por el gobierno en 1989 y dados los supuestos de traslación, el nuevo sistema se torna más progresivo.

Por otra parte, otra manera de hallar la progresividad o regresividad de un sistema o de un impuesto es a través del análisis de los efectos sobre la distribución del ingreso. Si luego de aplicar el impuesto, la distribución del ingreso se torna más igual o equitativa, se puede decir que el sistema o el impuesto es progresivo, si por el contrario se torna más desigual, el sistema es regresivo.

Los resultados obtenidos en este índice pueden verse en el cuadro No. 5:

CUADRO No. 5
Coeficiente Gini

	1988	1994	1997	Alt. 1997
Gini Pre-Impuestos	0.30271215	0.45454777	0.37773851	0.30271215
Gini Post-Impuestos (1 Esc)	0.30666039	0.45624975	0.3780532	0.30089892
Gini Post-Impuestos (2 Esc)	0.313171	0.457063	0.377171	0.30213

El coeficiente Gini pre-impuestos para el año 1988 fue menor al coeficiente post-impuestos en el primer escenario, lo cual indica que bajo los supuestos más regresivos, el sistema es regresivo. En el segundo escenario, el Gini post-impuestos es más grande que en el pre-impuestos, lo que hace más desigual la distribución.

En 1994, el Gini post-impuestos es mayor que el pre-impuestos en ambos escenarios, lo que implica que para el año 1994 el sistema impositivo directo hacia más desigual la distribución del ingreso. Aunque la diferencia entre los coeficientes para ambos escenarios es pequeña, estos resultados corroboran la tendencia (no muy clara) de las tasas efectivas, pasando de un sistema más equitativo (en 1988) a uno donde se pierde un poco esta igualdad (1994).

Para el año 1997, el Gini post-impuestos es igualmente superior al pre-impuestos en ambos escenarios, aunque la diferencia en realidad es mínima. Pero aquí, la diferencia radica en que de 1994 a 1997 cae el valor del coeficiente Gini, tornándose más equitativa en el paso de año a otro.

En el análisis alternativo encontramos que el Gini post-impuestos es inferior en ambos escenarios al pre-impuestos lo que indica que la introducción de los nuevos impuestos hacen más equitativa la distribución del ingreso. Con este resultado se confirma la tendencia arrojada por la tasa efectiva, permitiendo concluir que la introducción de los nuevos impuestos torna más equitativa la distribución del ingreso. Aquí es bueno acotar que si bien, los resultados de los índices Suits son progresivos, puede pensarse que el sistema sólo se torna menos regresivo o con menos desigualdad, ya que hay una serie de limitaciones en la aplicación de la metodología, como fue el uso del patrón de consumo.

Se podría por tanto, luego de realizar el análisis de incidencia, concluir que el escenario más realista para Venezuela sería el segundo, ya que considerando separadamente cada supuesto para los impuestos a la nómina tenemos que en Venezuela se puede decir que la oferta de trabajo es inelástica pero no perfectamente inelástica, además, los sindicatos en Venezuela tienen poder a la hora de negociar el establecimiento de los salarios, por eso es razonable pensar que algún grado de traslación debe existir en Venezuela.

CONCLUSIONES

Dados los supuestos establecidos, el concepto de ingreso utilizado, la data disponible y las limitaciones estadísticas, se obtuvieron resultados que deben interpretarse bajo estas condiciones. Con los resultados analizados en la parte anterior podemos concluir lo siguiente: el cálculo del escenario alternativo nos demuestra, no sólo por el índice Suits sino por el coeficiente Gini, que la introducción de los nuevos impuestos y la sucesivas reformas, tornaron menos regresivo el sistema directo en Venezuela, aunque el carácter regresivo sigue existiendo. Cabe señalar en consecuencia, que el impuesto a la nómina es regresivo en aquellos casos cuyas estructuras exhiben topes a la contribución, de aquí que los nuevos impuestos Paro Forzoso y Política Habitacional al no tener

topes o tenerlas a niveles altos de ingreso, introducen cierto grado de progresividad al sistema directo.

Por lo tanto, el sistema ayuda a eliminar la desigualdad del ingreso, todo esto, por supuesto, por el gran efecto que ejerce el Impuesto sobre la Renta en los cálculos. Sin embargo, los efectos económicos de los impuestos a la nómina no pueden ser aislados de los servicios y beneficios para los cuales estos impuestos fueron creados. La incidencia económica recae sobre los trabajadores de menores recursos, los cuales suelen presentar elasticidades de ingreso altas, que aunadas al establecimiento de los topes de las tasas nominales, produce tasas marginales efectivas decrecientes a medida que nos movemos ascendentemente en el ingreso. Igualmente, las personas naturales que pagan el ISLR pueden descargar la mayor parte de estos gravámenes a la nómina, mientras que los trabajadores de ingresos inferiores al mínimo gravable en el ISLR los soportan completamente.

Eliminar los topes a la contribución podría mejorar la equidad vertical de estos impuestos. Sin embargo, la porción en la que formalmente contribuyen las empresas y empleados no debería ser aumentada, dado que estos niveles ya son relativamente altos y su incremento introduciría mayores desestímulos a la generación de empleo en el sector formal de la economía.

APÉNDICE

1.- Tasa de Impuestos Efectiva o Presión Fiscal Individual

Sea T la carga fiscal que soporta una persona o una familia e I su ingreso total, llamamos tasa impositiva efectiva al cociente:

Tasa efectiva: T / I

Esta tasa indica cuál es la proporción del ingreso familiar que se destina al pago de los impuestos. Un impuesto en el que este cociente sea mayor para aquellos estratos con altos niveles de ingreso o ricos que en los bajos niveles de ingresos o pobres será progresivo. Por el contrario, un impuesto en el que el cociente sea menor para aquellos grupos de altos ingresos, que en los de bajos ingresos, el impuesto es regresivo y si el cociente es igual para todos los estratos, es proporcional.

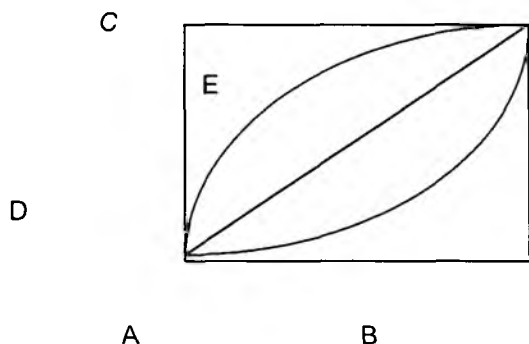
2.- Índice Suits de Progresividad

Este índice, inspirado y relacionado con el coeficiente Gini (G), es una de las medidas de progresividad de impuestos más conocidas. Creada por SUITS D.A. (1977) permite cuantificar el cambio en la desigualdad inducida por la tributación, permitiendo conocer la magnitud.

El índice Suits para un impuesto específico se define como:

$$S = (K/L) / K = 1 - L/K$$

Para entender este índice analicemos la figura siguiente:



Porcentaje acumulado del ingreso total

En la figura se ilustra en el eje horizontal el porcentaje acumulado del ingreso total y en el eje vertical el porcentaje acumulado de la carga impositiva, las curvas *ADC* y *AEC* muestran la concentración de las cargas fiscales. La primera curva (*ADC*) representa un impuesto progresivo y la curva posterior (*AEC*) representa un impuesto regresivo, si estas curvas coinciden con la diagonal, el impuesto es proporcional. Cuando la curva *ADC* se acerca a la línea diagonal, el impuesto es levemente progresivo, mientras que, si la curva *AEC* se acerca a la línea diagonal, el impuesto es levemente regresivo, así se obtendrán resultados distintos a medida que las curvas se alejen de la diagonal.

En la fórmula, *K* es el área del triángulo *ABC* y *L* es el área *ABCD*. La diferencia entre ellas es la distancia que hay entre la diagonal y la curva. De aquí, si *K* es más grande que *L* ($K > L$), el valor de *S* será positivo, lo cual indica que el impuesto es progresivo, es decir, hay una gran concentración de la carga impositiva en los grupos con niveles muy altos de ingreso.

La magnitud de la progresividad dependerá de cuán grande sea K con respecto a L , gráficamente se muestra por la distancia entre la curva ADC y la diagonal AC ; mientras que si K es menor que L ($K < L$), el valor de S será negativo indicando que el impuesto es regresivo, es decir, existe una gran concentración de la carga impositiva sobre los grupos de ingreso más bajos o pobres. La magnitud de la regresividad igualmente, se observa gráficamente por la distancia entre la curva AEC y la diagonal, dependiendo de cuán pequeño sea K con respecto a L . Ahora si K es igual a L el valor de S es cero, indicando la proporcionalidad del impuesto.

El valor de este índice (S) varía desde $+1$ en el extremo de la progresividad, (cuando el *total* de la carga impositiva es soportada por los miembros de los grupos más altos de ingreso) porque el valor de L es igual a cero; hasta -1 en el extremo de la regresividad (en el cual la carga *total* del impuesto es soportada por los miembros de los niveles más bajos de ingreso) debido a que L es igual a $2K$. El valor de S será cero para un impuesto proporcional en donde $K = L$.

El valor de L es calculado a través de la siguiente fórmula:

$$L = \sum 0.5 [T_x(y_i) + T_x(y_{i-1})] (y_i - y_{i-1})$$

donde:

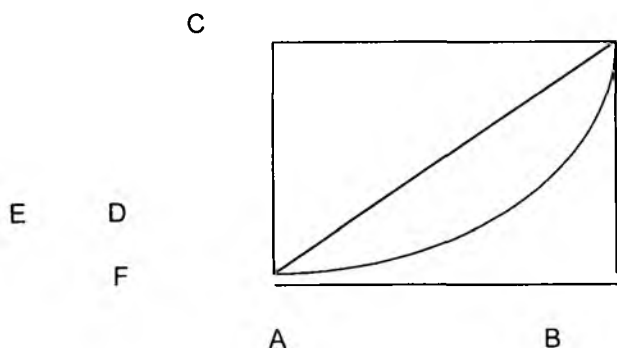
$T_x(y_i)$ = porcentaje acumulado de la carga del impuesto x sobre el grupo por hogares i

y_i = porcentaje acumulado del ingreso familiar en el grupo por hogares i .

El valor de K es igual a 0.5

3.- Coeficiente Gini (G)

Un índice resumen o sumario de la información contenida en la curva de Lorenz es el Coeficiente Gini (G), el cual mide el grado de desigualdad para cualquier distribución del ingreso. Para entender este coeficiente es útil ver la figura siguiente:



Porcentaje acumulado del ingreso total

El área G está geográficamente definida como $E/(E+F)$ donde E es el área entre la línea diagonal AC y la curva ADC, y F es el área entre el eje horizontal, el eje vertical y la curva ADC. La suma de E+F corresponde al triángulo ABC el cual es igual a 0.5.

El valor del coeficiente Gini (G) oscila entre 0 y 1, si G es igual cero, la curva de Lorenz será la línea de 45°, denotando perfecta distribución. Mientras que, un valor cercano a 1, representa el extremo de la desigualdad en el ingreso, de hecho a medida que E se torne más grande, mayor será la concentración del ingreso en el tope de los grupos con niveles de ingreso muy altos y más elevado será el valor del coeficiente Gini. Por el contrario, mientras más grande es el área de F, más igualdad habrá en la distribución del ingreso y más pequeño será el coeficiente Gini.

Este coeficiente puede ser igualmente calculado para distribuciones Pre y Post impuestos, si G es más bajo para las distribución Post-impuestos, entonces, dicho impuesto ha servido en su función de reducir la desigualdad existente.

El índice Gini puede ser expresado como $G = 1 - 2F$, donde el área F se calcula a través de la siguiente fórmula:

$$F = \left[\sum (W_i - W_{i-1}) (Z_{i-1}) + 0.50 (W_i - W_{i-1}) (Z_i - Z_{i-1}) \right]$$

donde:

Z_i = es el porcentaje acumulado de ingreso para la clase i

W_i = es el porcentaje acumulado de hogares para la clase i

i = son los grupos de hogares, $i = 1, 2, \dots, n$

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aaron, Henry y Pechman Joseph (1981), *How Taxes Affect Economic Behavior*, The Brookings Institution, Washington D.C.

Banco Central de Venezuela (1989), *Encuesta Nacional sobre Presupuesto Familiar 1988-1989*, Tomo I y II.

Engel, Eduardo. "Taxes and Income Distribution in Chile: Some Unpleasant Redistributive Arithmetic", NBER 6828.

García, Gustavo (1996), "Ingresos Fiscales y Tributación No-Petrolera", *Temas de Coyuntura* 33, IIES-UCAB.

Groves, Harold (1989), "Finanzas Públicas", Trillas, México.

Gruber, Jonathan (1995), *The Incidence of Payroll Taxation: evidence from Chile*, NBER 5053.

Hausman, Jerry. (1981), "Labor Supply" en *How taxes affect Economic Behavior*, The Brookings Institution, Washington D.C.

Hyman, David (1994), *Public Finance*.

Mann, Arthur (1976), *The Siscal System and Income Distribution: the case of Puerto Rico*, *Public Finance Quarterly*, Vol. 4, No. 3.

Musgrave, Richard, Musgrave, Peggy (1992), "Hacienda Pública. Teoría y Práctica", McGraw Gill, Madrid.

Oficina Central de Estadística e Informática (OCEI), *Encuesta de Hogares por muestreo, Reportes semestrales*, 1988, 1994, 1997.

Oficina Central de Presupuesto (OCEPRE), *Informe anual*, Varios años.

Pechman, Joseph (1985), *Who Paid the Taxes 1966-1985?*, The Brookings Institution, Washington D.C.

IESA (1998), *¿Voracidad o necesidad?*, *Debate*, Publicaciones IESA.

Rosen, Harvey S.(1995), *Public Finance*, Richard D. Irwin, Inc.

Salazar, María E., *La actividad Financiera del Estado y los Recursos Públicos*, Serie Ensayos, No.5, Publicación del SENIAT.

Seijas, Egda Lisbeth (1997), *Tax Incidence Analysis: The Case of Venezuela*, Tesis de Maestría, University of Colorado.

LAS PERSPECTIVAS DEL GAS Y SU REGULACIÓN EN VENEZUELA *

Iván Orellana

ASESOR MINISTERIO DE ENERGÍA Y MINAS

Resumen:

Este ensayo analiza las perspectivas que se abren en el sector gas en Venezuela con la promulgación de la Ley Orgánica de los Hidrocarburos Gaseosos. La primera parte ubica al lector en el contexto de la jerga y las características que distinguen al sector tanto física como estructuralmente, no sólo en el contexto nacional, sino también en el internacional. Se incluye un análisis de la evolución del marco institucional y regulatorio del sector, así como también, una evaluación de la experiencia acumulada en largos años de regulación centralizada que caracterizó su desarrollo en el pasado. La segunda parte analiza las experiencias y tendencias que en materia de desregulación del sector se han acumulado alrededor del mundo. Se concluye finalmente con un análisis del alcance y contenido de las reformas regulatorias del sector en Venezuela y con una estimación del alcance de los impactos sobre el desempeño económico de la nación.

Palabras claves: Sector gas, Ley Orgánica de Hidrocarburos Gaseosos, reformas regulatorias, desempeño económico.

INTRODUCCIÓN

El gas natural ocupa una posición muy particular en el contexto de los servicios públicos en Venezuela: contribuye mayoritariamente con las necesidades de energía primaria de la nación en cantidades que son porcentualmente mayores que las de los hidrocarburos líquidos y la hidroelectricidad; compite con la electricidad en el mercado de la energía local e internacional; es utilizado no sólo como elemento de energía primaria sino también como materia prima en sectores que, como la petroquímica y la siderúrgica, tienen un factor multiplicador importante en la economía y como elemento de mantenimiento de presión en los yacimientos de petróleo, lo cual, si bien pospone la disponibilidad de importantes volúmenes del recurso en el tiempo, permite la recuperación adicional de crudo que, de otra manera, quedaría para siempre en el subsuelo. Es también, un elemento importante desde el punto de vista geopolítico, no sólo porque en conjunto con otros servicios públicos como la electricidad, el agua y las comunicaciones influyen potencialmente en la distribución demográfica de la población,

* Este documento está protegido por las leyes que protegen el derecho de autor en la República Bolivariana de Venezuela y por lo tanto, queda prohibida su reproducción total o parcial por cualquier medio sin la expresa autorización escrita del autor.

sino también por su condición cada vez más relevante de materia prima de importancia estratégica en los contextos internacional y regional latinoamericano.

Por otra parte, el sector gas, al igual que el sector eléctrico, es un servicio de utilidad pública en sus segmentos de Producción (Generación) y Comercialización siendo además un servicio público en sus segmentos de Transmisión y Distribución (T&D), por su condición de monopolio natural. Por lo tanto, los agentes económicos proveedores de estos servicios están legalmente sujetos a restricciones en la fijación unilateral de precios y tarifas, en la manera de organizarse y en la manera de estructurar sus relaciones contractuales.

El gas natural, como bien económico, posee también peculiaridades y externalidades muy particulares lo cual complica aún más su análisis desde el punto de vista de la regulación. Por un lado, es considerado cada vez más con mayor relevancia como un combustible amigable desde el punto de vista ambiental y por lo tanto merecedor de un "premium" por tal condición. En Venezuela se produce mayoritariamente asociado con el crudo y por lo tanto no sólo incurre en costos conjuntos con éste en sus fases de Exploración y Producción (E&P), sino también, dada la condición de cuasi sincronía entre la producción y el consumo, puede potencialmente restringir (por normativa legal) la producción de crudo; es sustituto de otros energéticos primarios como el carbón, la hidroelectricidad, el Gas Licuado del Petróleo (GLP), la Orimulsión, el fueloil y el gasoil en los mercados locales e internacionales de energía; es un recurso no renovable y por lo tanto tiene asociado un costo de oportunidad en el tiempo; el mercado local se caracteriza por una fuerte estructura monopólica del lado de la producción y monopsónica por el lado del consumo¹.

Por otro lado el mercado de gas, a diferencia del mercado de crudo, es regionalizado² dado los altos costos de transporte por unidad de volumen o de

¹ Si bien la estructura de la demanda actual de gas en Venezuela está segmentada entre diversos sectores de consumo como el petrolero, petroquímico, eléctrico, siderúrgico, aluminio, cemento, manufacturero y doméstico, no es menos cierto que tal estructura posee un fuerte acento de monopsonía: Según PDVSA GAS, en 1999 se produjeron en Venezuela 5,7 millardos de pies cúbicos de gas por día, de los cuales 71 % lo utilizó la propia industria petrolera en sus operaciones, y 29% se destinó al mercado interno, consumiendo de este volumen el sector eléctrico, el siderúrgico y aluminio, 22% cada uno.

² Actualmente existen solamente dos mercados con estructuras suficientemente fluidas como para ser catalogados como verdaderos mercados de gas: el mercado estadounidense donde se tranzan diariamente unos 50 mil contratos de gas con base en el centro de acopio Henry en Louisiana y el mercado del Reino Unido donde se transan entre 2 mil a 5 mil contratos de gas con base en los centros de acopio de Bactón y Sant Fergus. Sin embargo, a raíz de la integración de la Comunidad Económica Europea y los avances tecnológicos que han reducido apreciablemente los costos de licuefacción y transporte

energía, por lo que no existe un "precio mundial" de gas como sí lo hay para el crudo o el carbón; el mercado mundial de gas es muy pequeño en relación con el mercado mundial de energía³ y sus patrones de intercambio comercial son tan inflexibles con la tecnología actual que, prácticamente, cada intercambio comercial de gas local o internacional a gran escala debe ser conceptualizado, estructurado e implementado en forma casi personalizada; la evolución de la tecnología en materia de generación eléctrica con base en gas natural y en materia de licuefacción y transporte de gas vía marítima, así como la simetría y complementariedades económicas y regulatorias de las cadenas comerciales eléctrica y de gas están acelerando la convergencia de ambos sectores a un mercado único de energía que, como indica la Cambridge Energy Research Association (1999), tenderá a focalizarse en el gas natural y los productos blancos derivados del petróleo y el GLP.

Para complicar aún más este análisis se agregan a las condiciones y particularidades anteriormente descritas los intereses, las expectativas y los objetivos muchas veces contrapuestos entre los tres agentes principales que intervienen en las transacciones comerciales de gas natural: el Estado, las compañías productoras y prestadoras de servicios y los consumidores.

El interés del Estado en el desarrollo de sus potenciales reservas de gas no se circunscribe solamente al beneficio que se deriva del hecho de convertir un recurso natural no renovable de escasa transabilidad, en un potencial sustituto en la factura energética de otras fuentes de energía más transables y de mercados más fluidos, que de otra manera permanecerá inutilizado en el subsuelo o en el peor de los casos tendría que ser venteado a la atmósfera o quemado. En su interés está también el asegurar la cobertura de los costos sociales asociados con las externalidades sean positivas o negativas, así como el de velar por el interés público, incluido en éste el desarrollo industrial con base en el eficiente uso de la energía, el aseguramiento del suministro energético de la nación al menor costo posible, la garantía de suministro a los consumidores bajo condiciones económicamente razonables para los agentes, no injustamente discriminatoria para los consumidores y bajo estándares de confiabilidad y calidad acordes con las mejores prácticas mundiales. En consecuencia, y tal y como lo refieren Davison, Hurst y Mabro (1988), dado que los potenciales beneficios del

marítimo de Gas Natural Licuado (GNL), se vislumbran por un lado, una mayor integración regional y fluidez del mercado europeo y, por otro lado, una evolución más acelerada del intercambio comercial de GNL entre países de una misma cuenca o región geográfica y entre países de cuencas distintas (Pacífico-Atlántico).

³ El mercado mundial de energía alcanza, según British Petroleum (1998), los 8.477 millones de toneladas de petróleo equivalente de los cuales 2.016 o el 23.8% corresponden al gas.

desarrollo de reservas de gas dependen no solamente de los costos asociados con tal desarrollo, sino también con los precios futuros de los potenciales energéticos substitutos del gas, para el Estado las decisiones concernientes al desarrollo económico de las reservas de gas natural, igual que para otros recursos no renovables, implican la escogencia entre dos opciones de alto riesgo: no hacer nada o proceder con el desarrollo de las mismas, bien sea con recursos propios o a través del estímulo de la iniciativa privada. En el caso de la inacción es evidente el riesgo asociado con el aseguramiento del interés público y en el caso de la acción se agrega al riesgo del precio, los riesgos de subestimación de los costos de capital, de que la demanda y el tamaño del mercado sean menores que los estimados inicialmente etc., los cuales finalmente puede que el Estado termine asumiendo o puede que sean transferidos a los consumidores vía precios y tarifas con su consecuente impacto político y social. Asimismo, el Estado generalmente considerará otros factores que van más allá del puro racional económico al momento de decidir bien sea sobre aspectos asociados con el desarrollo de las reservas, incluida la infraestructura requerida para direccionar los mercados, o sobre potenciales ajustes de tarifas, lo cual lo hará propenso a capturar las decisiones regulatorias en caso de que los objetivos políticos y sociales se vean comprometidos.

En el caso de las compañías productoras de gas o proveedoras de los servicios de T&D, sus expectativas y objetivos son los típicamente asociados con cualquier empresa comercial privada: la maximización de la creación de valor a sus accionistas, o lo que es lo mismo, generar las máximas ganancias después de impuestos posibles. En el caso particular de las empresas del Estado, que como PDVSA, se dedican a la explotación de las actividades de la cadena comercial del gas y, al ser el Estado el único accionista de estas empresas, resulta muy frecuente la contradicción entre la consecución de objetivos comerciales que no necesariamente se alinean con los objetivos del Estado. En el caso del gas natural, definido por ley⁴ como un servicio público en las actividades de T&D, estas contradicciones se acentúan pues muchas veces la única opción comercial que les queda a las empresas del Estado es la de presionar por el aumento de tarifas y precios, lo cual puede estar en contraposición con el objetivo temporal de éste de atenuar el impacto social que ocasionaría dicho aumento. Asimismo, la empresa estatal se puede ver sometida a presiones fiscales y financieras que la tienen a desfasar inversiones en mantenimiento o en capacidad de gasoductos que no necesariamente crean valor o producen ganancias en

⁴ Ley Orgánica de los Hidrocarburos Gaseosos, publicada en La Gaceta Oficial de la República de Venezuela No. 36.793 del 23 de septiembre de 1999.

el corto plazo, pero que pudiesen comprometer la integridad de los sistemas y el interés público en la dimensión del aseguramiento del suministro en largo plazo.

Por su parte, los consumidores, la parte más débil de la cadena, tienen como interés y objetivo principal el que se les asegure un servicio de calidad y confiabilidad sin discriminarlos injustamente, a precios que estén dentro del límite de lo justo y lo razonable. Este objetivo de los consumidores se puede ver comprometido por muchos factores que van desde la asimetría de la información hasta la fijación de tarifas discriminatorias o no acordes con la calidad y confiabilidad del servicio. En consecuencia, y tal y como lo refiere Rosales (1996), los consumidores deben ejercer su rol como ciudadanos y no como simples usuarios: a diferencia de los usuarios que son actores pasivos, sin beligerancia en la discusión de los aumentos de tarifas, los ciudadanos, en la medida que se convierten en ilustres angustiados, informados y en educados sobre los costos, limitaciones y bondades de los servicios, aceptan con menos resistencia los ajustes de tarifas.

Todos los factores y particularidades técnicas y económicas mencionadas dan una idea de lo complejo que resulta el análisis de la perspectiva regulatoria del sector gas. Es pues, un asunto que incluye aspectos que van desde la geopolítica hasta la regulación con fines de introducir competencia y concurrencia en actividades que dentro de la cadena del gas son servicios públicos de naturaleza monopólica, pasando inclusive por la conceptualización del conjunto de políticas públicas que compatibilice los intereses (contrapuestos muchas veces) de los actores y agentes que intervienen en la cadena comercial del gas natural.

La experiencia acumulada internacionalmente en esta materia resulta muy valiosa para el análisis de las perspectivas de regulación del sector gas en Venezuela. Sin embargo, hay que tener cuidado de no caer en la tentación de tratar de trasladar marcos regulatorios e institucionales exitosos en otros países al nuestro sin un previo análisis de las condiciones básicas asociadas con la estructura presente del sector, las condiciones históricas que lo llevaron a esa estructura, el grado de madurez del mercado, las realidades sociopolíticas de la nación y los factores geopolíticos asociados con su condición de hidrocarburo y de bien energético cada vez máspreciado.

CARACTERÍSTICAS Y ESTRUCTURA DEL SECTOR

Características

Lo que se conoce como la industria del gas natural comprende una serie de actividades productivas, muchas de ellas negocios rentables en sí mismas, ubicados a lo largo de una cadena conocida como *la cadena del gas* que va desde los yacimientos del subsuelo (donde coexiste en solución con el petróleo o se encuentra libremente como elemento gaseoso) hasta el quemador o el reactor del consumidor final.

Bajo la denominación de *gas natural* se incluyen los elementos más livianos de los hidrocarburos, entre los cuales se encuentran el *gas metano*, el *propano* y los *butanos*, las fracciones más pesadas conocidas como *gasolina natural* y ciertos contaminantes no hidrocarburos como agua, dióxido de carbono, azufre e inclusive, helio. La diversidad de elementos de hidrocarburos y de otros componentes químicos gaseosos que conforman el gas natural contenido en los yacimientos origina una nomenclatura propia del sector la cual se resume en la figura 1. Esta nomenclatura está asociada con los procesos industriales que se derivan del aprovechamiento económico de las sustancias que están contenidas en el gas natural. Es así que como gas se denomina a la fracción más liviana del gas natural o *gas metano* y cuya explotación económica y regulación son los principales temas de este ensayo. Como GLP, o gases licuados de petróleo, se denomina al gas propano o a las mezclas de éste con gas butano en forma líquida los cuales se comercializan en nuestro país al minoreo, en bombonas o cilindros, o al mayoreo, en gandolas o barcos especializados. Como LGN o Liquefidos del Gas Natural se conoce a toda fracción licuable del gas natural más pesada que el gas metano incluyendo no sólo al GLP sino también al *gas etano* (elemento este muypreciado en la industria petroquímica) y a las gasolinas naturales. Asimismo, al gas metano licuado se le denomina GNL⁵ cuando al *gas* o *gas metano* es necesario licuarlo a temperaturas criogénicas para poder transportarlo en barcos dedicados y especializados.

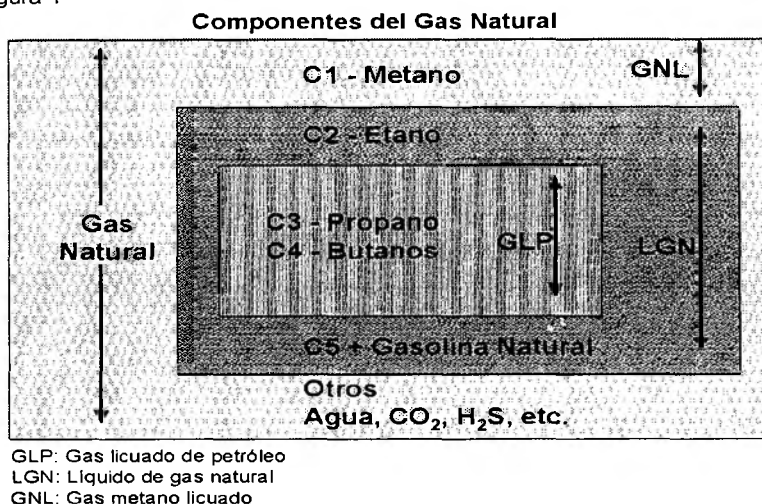
La cadena comercial del gas metano o lo que es conocido como su mercado físico⁶ está incluida dentro de la cadena comercial del gas natural y comparte

⁵ Siglas provenientes de la traducción al castellano del término Liquefied Natural Gas o Gas Natural Licuado.

⁶ Se diferencia en este caso el mercado físico o mercado de efectivo (cash market) del mercado financiero. Este último comprende la cadena de comercialización de contratos y papeles que se tranzan en los mercados "sobre la mesa" y que tienen como producto (commodity) subyacente al gas, también conocido como mercados OTC por sus siglas en

con ésta los segmentos de exploración y producción donde incurren en costos conjuntos tanto los productos que se derivan del gas natural como el petróleo crudo, esto último sólo en el caso del gas asociado.

Figura 1



Las actividades de E&P o también conocidas como el “aguas arriba”⁷ incluyen la adquisición y el procesamiento de información geológica, la perforación de pozos exploratorios de avanzada y su reacondicionamiento, la recolección, la separación física del gas y el petróleo en caso de que sea gas asociado, el tratamiento donde se separan en procesos fisicoquímicos los componentes inertes como el agua y el dióxido de carbono y el acondicionamiento a los estándares de calidad del mercado, proceso este donde se le extraen los componentes licuables (LGN) para dejar sólo el gas metano casi como componente único de la mezcla gaseosa.

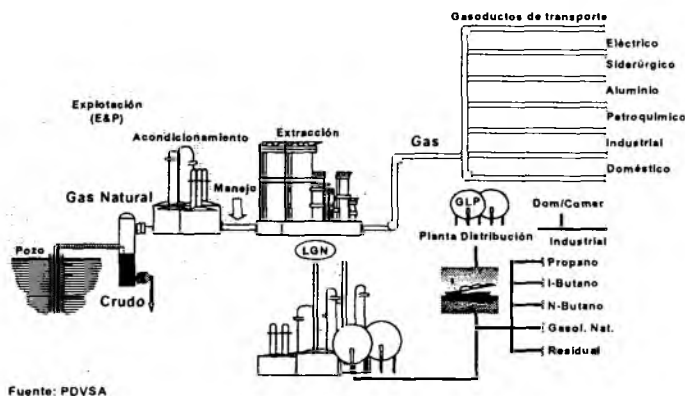
inglés y que incluyen a los mercados de contado (spot), inmediato (forward) y de futuros (future). Estos mercados financieros de gas sólo existen en la actualidad en EE.UU. y el Reino Unido.

⁷ Normalmente la actividad de acondicionamiento comprende el procesamiento criogénico y se incluye dentro de las actividades consideradas como aguas arriba. PDVSA incluye dentro del aguas arriba solamente el acondicionamiento hasta el punto de rocío (temperatura mínima donde se asegura que durante la fase de transporte no ocurrirán condensaciones de hidrocarburos).

as actividades del “aguas abajo” incluyen el transporte por gasoductos, el almacenamiento económico⁸, la distribución local en redes, la comercialización y el corretaje. El hecho de que sea factible el almacenamiento económico en la cadena del gas lo diferencia de otros servicios públicos que, como la electricidad, requieren de la sincronía entre la producción y el consumo.

Figura 2

Cadena física del gas natural



En la figura 2 se muestra esquemáticamente la cadena comercial del gas natural. Los procesos industriales o de *refinación del gas natural* como son los asociados con los procesos de LGN y GLP, o de transformación física como el GNL se realizan para direccionar mercados muy particulares con características distintas. El proceso de LGN da lugar a la separación física de cada uno de los componentes químicos más pesados que el *gas metano*, los cuales se comercializan por separado, bien sea como materia prima para otros procesos industriales como el petroquímico (etano, propano y butano), para ser utilizados dentro de los procesos de refinación de petróleo como las gasolinas naturales o para ser utilizados como energía primaria en procesos de combustión para calentamiento u otros fines. Estos productos derivados del gas natural, a excepción del gas etano⁹, una vez separados físicamente pasan a formar parte de cadenas

⁸ Se diferencia el almacenamiento económico del almacenamiento en el que se incurre para mantener la presión de los yacimientos de crudo con el objetivo de recuperar mayor cantidad de éste del subsuelo.

⁹ El gas etano es de características similares al gas o gas metano en cuanto a sus características físicas y químicas que lo hacen difícil de manejar a temperaturas y presiones

comerciales que los valoran, en un mercado caracterizado por ser fluidos y “comoditizados”, con precios que se establecen de acuerdo con la libre oferta y demanda y referenciados a un centro de proceso estándar para cada mercado en forma similar a lo que ocurre con el mercado de petróleo crudo.

El caso de *gas metano* (que de aquí en adelante denominaremos simplemente gas) es totalmente distinto como actividad económica a los otros derivados del gas natural. El gas, a diferencia de los otros derivados del gas natural, no es valorado como producto¹⁰ por un mecanismo fluido de mercado (a excepción de los mercados de gas de EE.UU. y el Reino Unido) dadas las imperfecciones que, tal y como se mencionó con anterioridad, están presentes en su cadena de comercialización. Sin embargo, a través del diseño de un conjunto de políticas públicas coherentes entre sí, en que se incluya la regulación, es posible lograr la evolución hacia estados más fluidos de mercado y hacia niveles de mayor contestabilidad en éstos.

Siguiendo el modelo de E. Mason y Bain de Harvard citados por E. Alvarez (1997), para situar la regulación del sector gas, resultan importantes no sólo las características que describen el mercado físico sino también las características o *condiciones de base* que en un determinado momento en el tiempo limitan la *estructura* que define los mercados del sector y que a su vez tiene influencia en la *conducta* de los agentes y en los *resultados de la gestión* de los mismos. La regulación, variable exógena a los mercados, direcciona las variables de estructura y conducta con el fin de limitar el ejercicio del poder de mercado en perjuicio de la eficiencia económica.

Entre las *condiciones de base* por el lado de la oferta (producción) se incluyen los siguientes:

que no impliquen inversiones de capital cuantiosas, muchas de ellas consideradas como *costos hundidos*. Sin embargo, las economías del gas etano están íntimamente relacionadas con prácticamente un sólo sector: el petroquímico, que hace uso de él casi siempre muy cerca del lugar mismo de producción como materia prima en la cadena de las olefinas para la producción de polietilenos de alta y baja densidad. El gas metano, en cambio, es utilizado no sólo como materia prima por la industria petroquímica, siderúrgica y del aluminio sino también como combustible primario por otras industrias y procesos industriales entre los que destaca el sector eléctrico.

¹⁰ Se diferencia el valor del gas como producto químico (cuyo precio se forma por la competencia entre distintas fuentes de producción en un centro de acopio al cual concurren éstas en competencia por un mercado limitado o por la puja entre distintos consumidores que compiten entre sí por el recurso escaso con base en el cálculo “net back” a ese centro de acopio) del valor de este mismo gas en el punto de entrega al consumidor final que incluye el agregado de los servicios de T&D.

1. Los modos de propiedad y localización de las materias primas

En el caso del gas nos encontramos con dos materias primas distintas: una tangible, las moléculas de gas y otra no tanto, la capacidad de gasoductos.

A la propiedad del gas y de los gasoductos en Venezuela se les ha dado hasta el presente el mismo tratamiento legal que al de los hidrocarburos en general, reservándose el Estado, por razones estratégicas, el ejercicio de las actividades de su cadena comercial. En consecuencia, se ha decretado legalmente un monopolio integrado verticalmente desde la E&P hasta la comercialización al consumidor final, que ejerce la estatal PDVSA a través de su filial PDVSA GAS.

Con el proceso de *apertura* llevado a cabo por PDVSA en los contratos de riesgo compartido, se ha hecho posible (aun cuando no ha habido resultados tangibles todavía) la propiedad del recurso por agentes distintos a PDVSA. Estas modalidades de propiedad han sufrido un vuelco importante con la promulgación de la *Ley Orgánica de los Hidrocarburos Gaseosos* publicada en Gaceta el pasado mes de septiembre de 1999, lo cual se comentará más adelante. El gas se acumula en yacimientos subterráneos en regiones geológicas conocidas como "cuencas sedimentarias de hidrocarburos" y puede existir en ellas en forma aislada o mezclado con el petróleo¹¹.

El gas existe prolíficamente en la cuenca oriental, donde existen a su vez, numerosos campos productores de gas asociado y en la cuenca del Lago de Maracaibo, la cual, si bien aporta un importante volumen de gas a la producción nacional, ha venido declinando paralelamente con la producción de crudo de esa cuenca, siendo en la actualidad, estos volúmenes insuficientes para atender la demanda de esa región.

La localización del gas en estas cuencas ha originado dos centros de acopio en los cuales convergen los distintos campos productores: el Centro de Acopio de Anaco (CAA) y el Centro de Acopio de la Costa Oriental de Lago (CACOL).

¹¹ Según G. Salas (1969) en Venezuela existen tres cuencas sedimentarias de hidrocarburos: la cuenca oriental que comprende los estados Guárico, Anzoátegui, Delta Amacuro y Monagas, así como la plataforma continental de éstos, incluida la del estado Sucre; la cuenca del lago de Maracaibo que incluye los estados Zulia y Falcón, así como la plataforma continental que éstos generan y la cuenca de los llanos occidentales que incluye los estados Barinas, Apure y Portuguesa.

En estos centros de acopio existe la estructura para la formación de precios del gas¹² por competencia entre los diferentes campos productores en el caso del CAA al ser la oferta mayor que la demanda y por competencia entre los diversos consumidores, en el caso del CACOL, al ser la oferta insuficiente para atender la demanda en el largo plazo. Esta diferenciación se origina por el hecho de no estar los sistemas de gasoductos oriental y occidental interconectados, por lo cual, en la actualidad coexisten de hecho dos mercados regionalizados.

En el caso de los gasoductos, éstos son todos operados y propiedad de PDVSA sin posibilidad de acceso abierto, por lo que, en la actualidad, el mercado de capacidad de gasoductos es inexistente en el país.

2. Naturaleza de la tecnología predominante

Los aspectos tecnológicos en la cadena comercial del gas se pueden dividir en los asociados con las actividades del aguas arriba (más relacionados con las tecnologías de extracción de hidrocarburos similares a las que se aplican en la E&P del petróleo) y los asociados con las actividades aguas abajo, donde predominan las economías de escala, subaditividad en costos, costos hundidos de capital y economías estrechas que son muy dependientes de la confiabilidad y disponibilidad intrínseca de la tecnología utilizada.

Por el lado aguas arriba, los avances tecnológicos asociados con la adquisición de datos geológicos y geofísicos y tratamiento de la información exploratoria han permitido importantes avances en la reducción de los costos de descubrimiento tanto costa afuera como en tierra firme, lo cual ha mejorado la prospectividad de algunas cuencas geológicas ya maduras (como la de Maracaibo) a la vez que ha mejorado considerablemente las economías de nuevas reservas de gas existentes en cuencas consideradas como muy riesgosas en el pasado. Asimismo, los costos asociados con el desarrollo de los campos y la infraestructura de producción de superficie¹³ es una función creciente del número de pozos a perforar y el volumen de producción, pero a la vez es una función decreciente de la productividad de los pozos y de la calidad del gas siendo todas estas variables, excepto la última, muy sensibles a los avances en tecnología.

¹² Aun cuando no existe un mercado de gas como tal en Venezuela, el Ministerio de Energía y Minas ha adoptado la metodología de valorización por simulación de mercados perfectos conocida como "*Costo Marginal de Desarrollo a Largo Plazo*".

¹³ Dentro de los costos de desarrollo y producción se incluyen la perforación de pozos, la preparación de los campos de producción y la infraestructura de recolección, compresión, separación y extracción de componentes inertes y LGN.

Por el lado aguas abajo, tanto la transmisión como la distribución de gas en tuberías son actividades cuyos costos de capital son de naturaleza hundida y subaditivos en costos con importantes economías de escala (características distinguen a los monopolios naturales).

El progreso ocurrido en las últimas dos décadas en materia de tecnología de la información ha hecho posible el aprovechamiento de las economías de coordinación¹⁴ en los sistemas de gasoductos a través del diseño de instrumentos de regulación que hacen uso intensivo de los adelantos en materia de recolección y distribución de información en tiempo real como el Internet y han permitido en países como EE.UU. el funcionamiento de mercados primarios y secundarios de capacidad de gasoductos. Asimismo, en la distribución local de gas se han reducido considerablemente los costos de operación de las redes de gasoductos mediante la utilización de sistemas de ubicación geográfica satelital (GPS por sus siglas en inglés) que permiten la detección y atención óptima de las fallas con mínimos costos de labor.

La elasticidad de sustitución del gas por otros combustibles primarios como el GLP y la hidroelectricidad es función, además del precio, tanto de la distribución geográfica de las fuentes de suministro de gas en relación con las de hidroelectricidad como del grado de desarrollo de la infraestructura de T&D, factores muy sensibles en sus economías a los desarrollos en tecnología.

3. Fuerza de la sindicalización en el trabajo

La estructura sindical en el sector gas, así como el poder de este grupo de interés, ha sido heredada y extrapolada del sector petrolero dado el tratamiento sin distingo que la legislación venezolana le dio a estos sectores hasta 1999. El sindicato petrolero ha sido un sector con gran influencia en el desarrollo de las políticas públicas en materia de gas y petróleo. Actualmente, la legislación, aún vigente en la materia, otorga a los sindicatos la discrecionalidad de aportar el 80% de la fuerza laboral no especializada además de otras prebendas consagradas en los distintos contratos colectivos que desde la década de los cuarenta les ha dado una estructura de costos muy rígida al sector. Esa rigidez la ha podido absorber el petróleo gracias a los elevados márgenes asociados con la

¹⁴ En los gasoductos de transmisión la capacidad económica puede ser mayor que la capacidad física de los mismos. Estas economías ha sido posible aprovecharlas en beneficio de los consumidores gracias a los avances en el manejo de la información de oferta y demanda de capacidad ex ante a la nominación física de los volúmenes de entrada y salida de un sistema de gasoductos para un día determinado.

explotación y comercialización de crudo. Para el gas, sin embargo, esa estructura de costos resulta cuesta arriba para el desarrollo de su infraestructura dado lo estrecho de las economías que distinguen al sector.

4. Tiempo de desarrollo de la infraestructura de gas

A diferencia del crudo, donde esquemas de producción temprana pueden apalancar las economías de los proyectos de su cadena, en el gas se requiere del desembolso de grandes cantidades de capital antes de que el primer pie cúbico llegue al mercado.

En los proyectos que requieren sólo el desarrollo de gasoductos para direccionar el mercado, el tiempo desde el descubrimiento hasta la operación comercial de la cadena, que puede ser de entre 1 y 5 años dependiendo de factores como la cercanía del mercado a la fuente, la topografía del terreno, la permisiología asociada, la estructura regulatoria y el acceso a fuentes de financiamiento.

En el caso de los proyectos que requieren la licuefacción del gas para su transporte (proyectos de GNL), el tiempo es mucho mayor estando actualmente entre 5 a 7 años, dependiendo de factores como la escala, la tecnología de licuefacción escogida; la disponibilidad de barcos metaneros de segunda mano; la distribución de los riesgos entre los agentes; el grado de compromiso del gobierno del país productor con el proyecto y de participación de los agentes del mercado en el mismo; el grado de flexibilidad del régimen fiscal del país exportador y el contenido de LGN por unidad de volumen en el gas.

Del lado de la demanda se incluyen entre las *condiciones de base* los siguientes factores:

1. Elasticidad en relación con el precio

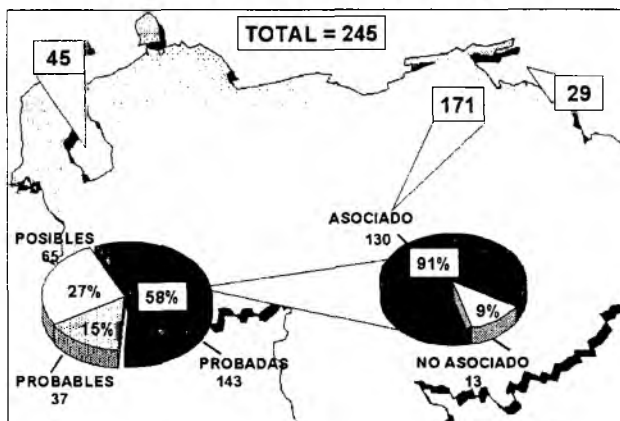
La elasticidad de la demanda de gas en relación con los cambios de precio debe diferenciarse en función de la estructura de los mercados que prevalece hoy en día en el sector. Por un lado, están los mercados fluidos, donde es observable un precio de gas que se mueve en función de los intercambios minuto a minuto entre la oferta y la demanda y se hacen presentes patrones de consumo que son función de los cambios de las estaciones climatológicas y donde tal como lo refiere F. Sturm (1997), la elasticidad de los consumidores es menos sensitiva a los cambios en precio que a las fluctuaciones de la producción. Lo anterior es válido tanto para los incrementos como para las disminuciones de

precio, pero mucho más evidente cuando los precios disminuyen, pues en estos mercados, y ante las peculiaridades asociadas con el consumo de gas, es típico que los consumidores no corran a buscar posiciones de compra ante una baja de los precios; en cambio del lado de la oferta, si los precios bajan por debajo de una cierta frontera (que es función de la estructura de costos de una determinada región productora), es común observar cómo, en cuestión de horas, salen fuera de producción miles de pozos conectados a los sistemas de recolección.

Por otro lado, en mercados poco desarrollados como el venezolano por ejemplo, la elasticidad de la demanda en relación con el precio depende mucho de las estructuras contractuales, la concentración de poder monopsonico y monopolico, las condiciones estructurales de los procesos en los consumidores que limitan sus grados de libertad para la escogencia de un combustible sustituto y el grado de desarrollo de la infraestructura de estos sustitutos del gas como la hidroelectricidad, el GLP y el gasoil. En Venezuela, las estructuras contractuales existentes reflejan en muchos casos la visión miope en relación con el gas que tuvo en el pasado la industria petrolera (que hasta mediados de la década de los noventa consideró al gas como un subproducto "problemático") lo cual le permitió a los consumidores la acumulación de poder monopsonico en contratos de largo plazo de empresas del Estado en los sectores eléctrico, petroquímico, siderúrgico y aluminio (que en conjunto consumen más del 70% del gas que se utiliza fuera de la industria petrolera), como lo es por ejemplo, la inexistencia de cláusulas de compra obligatoria (take or pay) en buena parte de los mismos. Asimismo, y dada a su vez la escasa disposición a la toma de riesgo y miopía de planificación que caracterizó a la industria petrolera en materia de gas en el pasado, se desarrolló una infraestructura de generación termoeléctrica con base en combustibles líquidos de hidrocarburos, en un país como el nuestro con 146 billones métricos de pies cúbicos de gas de reservas probadas (figura 3). Todos estos factores que han estado muy influenciados por las políticas públicas en materia de energía y por factores de conducta de las empresas del Estado, han conformado una estructura muy inelástica de la demanda en relación con el precio.

Figura 3

Base de Recursos Gas Natural / 1999 (BPC)



Fuente: PDVSA GAS

2. Elasticidad cruzada y demanda de bienes sustitutos

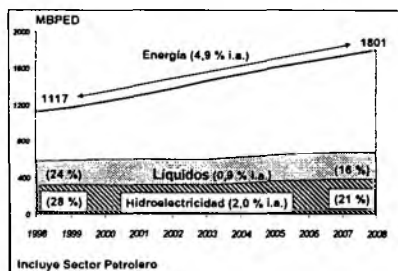
En los mercados desarrollados de gas, la elasticidad cruzada de los energéticos sustitutos del gas tiene en la cota inferior de precios a combustibles como el carbón y la orimulsion, y en la cota superior al gasóleo para calefacción (heating oil). Esta elasticidad cruzada se presenta en el momento de decisión para proyectos nuevos en el caso de la sustitución de gas por carbón u orimulsión, dado que después de tomada aquélla, los costos de conversión son muy altos. En el caso de la sustitución de gas por gasóleo para calefacción, ésta se presenta durante el proceso de producción – consumo dada la flexibilidad de los consumidores para poder cambiar, a bajo costo, entre opciones diferentes de energía primaria. La demanda de los combustibles sustitutos en estos mercados está fuertemente influenciada por los balances de energía primaria regionales, que a su vez son función de las expectativas de desarrollo económico y sobre todo, de las expectativas de evolución de los precios del crudo que determinan, a su vez, los precios de los sustitutos y las expectativas de demanda de estos bienes. Es importante destacar el cambio estructural que está ocurriendo en los sectores eléctricos y de gas impulsados por la progresiva desregulación simétrica en ambos sectores, el avance en tecnologías de generación eléctrica y la cobertura de las redes de T&D de gas y electricidad, lo que ha hecho posible la factibilidad económica de esquemas de generación – distribución local. Estos cambios estructurales tendrán gran influencia en el comportamiento futuro de demanda tanto del gas como de los sustitutos de éste.

En el caso de Venezuela, la elasticidad de sustitución del gas por otras energías está influenciada por los factores históricos que ya se reseñaron en el punto anterior. El grado de sustitución depende mucho de las asimetrías regulatorias presentes donde, por ejemplo, en época de alta pluviosidad y dada la estructura contractual presente se hace factible (y de hecho se ha presentado) la sustitución de gas por hidroelectricidad sin aviso y sin protesto afectando la demanda de gas hasta en 200 (miles de pies cúbicos diarios) MMPCD (diciembre – enero 1999). Asimismo, y en lo atinente al GLP, la sustitución está asociada al desarrollo de la infraestructura de transmisión y sobre todo de distribución de gas la cual depende a su vez del desarrollo coherente de las políticas públicas en materia de energía que faciliten holísticamente el desarrollo de la misma. En Venezuela sólo existen 4 ciudades con sistemas locales de distribución de gas: Caracas y su área metropolitana, Maracaibo, Puerto la Cruz y El Tigre, a diferencia de países como Colombia que con la estructuración de su política pública en materia de servicios públicos ha logrado que más de 100 ciudades y pueblos cuenten hoy día con redes de distribución.

El 80% de las familias en Venezuela utilizan el GLP en bombonas como combustible de calentamiento y cocción y apenas 20% tiene acceso a las redes de gas, por lo que existen grandes potenciales de sustitución de GLP por gas, lo cual dependerá de la implantación de políticas adecuadas en el sector.

Figura 4

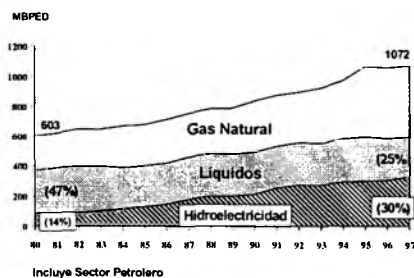
Proyección de la Matriz de Energía Primaria de Venezuela



Fuente: PDVSA GAS

Figura 4A

Evolución Histórica Matriz Energética de Venezuela



Fuente: PDVSA GAS

3. Variabilidad de la demanda en el tiempo

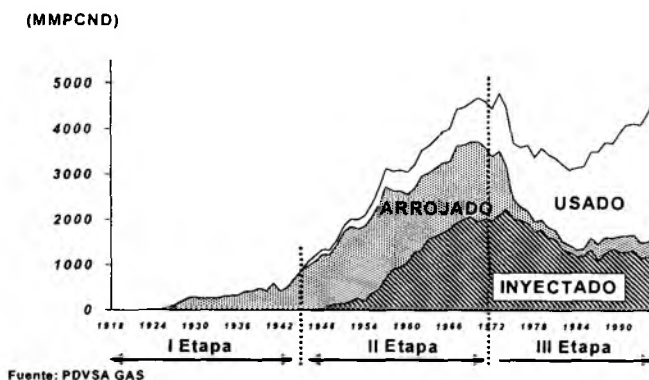
La demanda de energía en Venezuela, tal y como se muestra en la figura 4 se estima que crecerá en un promedio del 4.9 % anual, estimándose que la sustitución de combustibles líquidos por gas estará aproximadamente en 400 mil

barriles de petróleo equivalente por día.¹⁵ La variabilidad de la demanda de gas a través del tiempo ha estado influenciada más por las políticas públicas que se han implantado en Venezuela en materia de energía, y por el peso específico que dentro de éstas se le ha dado al crudo en detrimento del gas, que por factores de mercado.

Tal y como se observa en la figura 5, a raíz de ser promulgada la Ley de Hidrocarburos en 1943 y emitido el posterior ordenamiento sobre "conservación y utilización del gas" en 1945, las compañías transnacionales comenzaron a establecer políticas internas de racionalización de los volúmenes de gas arrojados a la atmósfera, lo cual mejoró sensiblemente el factor de utilización del recurso. Sin embargo, no fue sino hasta principios de la década de los 70 con la introducción de la Ley de Gas con el objetivo específico de defender y conservar el recurso y promover su industrialización y con la política seguida por el Estado de financiar con recursos propios el desarrollo de la infraestructura de T&D, que volúmenes importantes del gas que se arrojaban a la atmósfera comenzaron a ser utilizados intensamente en los sectores siderúrgico, eléctrico y de aluminio, lo cual, a su vez, dio lugar a la distribución de gas por redes en ciudades como Caracas y Puerto la Cruz. A partir de la nacionalización de la industria petrolera en 1975 se incrementó la capacidad de transmisión y distribución de las redes existentes, más por atender las necesidades de manejo del gas que venía asociado al crudo, que por una política coherentemente estructurada en materia de gas, lo cual limitó sensiblemente el desarrollo del sector.

Figura 5

Producción Histórica de Gas en Venezuela



¹⁵ Fuente: PDVSA GAS

4. Características cíclicas y estacionales

El consumo de gas natural y los patrones de utilización de la capacidad de gasoductos están fuertemente influenciados por las variaciones estacionales, sobre todo en los países donde ocurren las cuatro estaciones climatológicas. Estos patrones de consumo y de utilización de la capacidad dan lugar a la estructuración de cestas de servicios de diferente costo, como por ejemplo los servicios de suministro de gas y de capacidad de gasoductos firme e interrumpible, de suministro y capacidad firme con garantía en época de invierno, de estacionamiento del gas¹⁶ y de triangulación de entregas y despachos entre otros.

En Venezuela, aun cuando no existen las diferencias climatológicas de los países nórdicos y del extremo sur, existen sin embargo patrones de consumo que se pueden diferenciar, como por ejemplo, el servicio nocturno y diurno, el de fin de semana y el de temporada vacacional. En la actualidad, este tipo de diferenciación, aunque limitada, existe en el sistema de gasoductos que atiende la demanda localizada en el eje centro – norte del país cuyo punto de suministro principal proviene de los campos de producción localizados alrededor de la ciudad de Anaco (ver figura 6).

Figura 6



¹⁶ El servicio de estacionamiento de gas o "gas parking" surge a raíz del desarrollo del almacenamiento económico de gas como actividad económica no regulada y sujeta a competencia, hecha posible por la optimización de la tecnología de almacenamiento criogénico y de manejo de información en tiempo real que ha permitido, a su vez, a los comercializadores y productores el acceder al almacenamiento mediante el pago de una tarifa cuando no les es posible balancear su cartera de entregas y despachos, y a los operadores de los sistemas de gasoductos cuando, por razones de integridad de los mismos, tienen que balancear las presiones y flujos en las tuberías mediante el drenaje o el almacenamiento externo de gas.

Estructura

Siguiendo el modelo descriptivo de E. Mason citado por A. Pelegry (1997), entre las variables de estructura que determinan el grado de rivalidad y contestabilidad del sector se encuentran *el grado de atomización de la demanda y la oferta*, que determina a su vez el nivel y la concentración del poder negociador entre los agentes, *el grado de diferenciación de los productos y servicios* del sector que determina a su vez el grado de diferenciación sostenible de sus precios, *las barreras de entrada* directamente relacionadas con la contestabilidad del mercado, *la estructura y naturaleza de los costos*, *el grado de integración vertical y de diversificación* presentes. Aplicando este modelo descriptivo al sector gas se tiene que su estructura es la siguiente:

1. Grado de atomización de la demanda y la oferta

La actividad de producir gas en Venezuela es ejecutada monopólicamente por PDVSA a través de su filial PDVSA GAS o en su nombre a través de privados que poseen contratos de servicio en áreas productoras de gas.

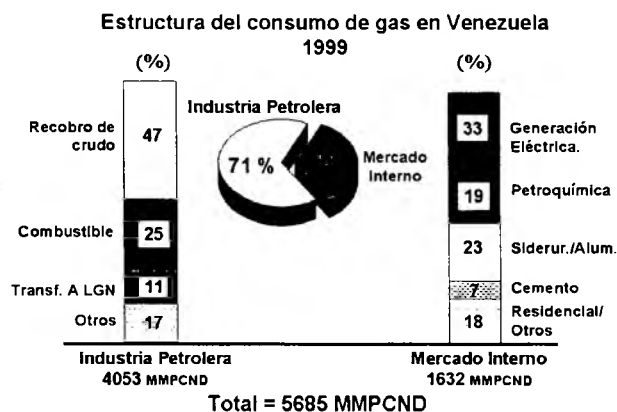
Con la apertura del sector petrolero, llevada a cabo a finales de la década de los noventa, agentes distintos a PDVSA que mantienen con ésta contratos de riesgo compartido, tienen la libertad de disponer (brindando la opción a PDVSA de participar como socio y, de acuerdo con su costo de oportunidad) de los volúmenes de hidrocarburos que sean comercialmente explotables, incluido el gas natural y sus derivados. Entre estos últimos se incluye el convenio de asociación conocido como el proyecto "Cristóbal Colón" para exportar gas vía GNL, que fue recientemente cancelado con el objeto de replantear su desarrollo.

Aun cuando no ha habido ningún descubrimiento importante de gas por vía de estas asociaciones, todavía sigue en curso la campaña exploratoria que, de descubrir gas, podría introducir los primeros elementos de competencia entre agentes productores distintos. La nueva legislación en materia de gas, promulgada a finales de 1999, introduce una nueva perspectiva en materia de desagregación de los modos de propiedad ya que permite la exploración y la producción de campos de gas no asociado por parte de agentes distintos a PDVSA.

Del lado de la demanda en Venezuela (ver figura 7) se produjo en 1999 un promedio de 5,7 millardos de pies cúbicos por día de gas natural, de los cuales

4,0 millardos fueron utilizados por la propia industria petrolera en sus instalaciones del aguas arriba y 1,6 millardos fueron utilizados para atender la demanda del mercado interno incluida en ésta el consumo de la propia industria petrolera en el aguas abajo. La demanda de gas se concentra en los sectores eléctrico, siderúrgico, petrolero y de aluminio, donde la participación de empresas del Estado es preponderante.

Figura 7



Fuente: PDVSA GAS

2. Grado de diferenciación de los productos y servicios

El gas como producto energético es muy poco diferenciable si se determinan ex ante sus condiciones de entrega al mercado de mayoristas. Estas condiciones de entrega incluyen especificaciones precisas de poder calorífico por unidad de volumen, contenido máximo de contaminantes como agua, dióxido de carbono, azufre e inertes, máximo contenido de hidrocarburos más pesados que el gas metano y nivel de presión. La diferenciación posible en los contratos de gas viene dada por la elasticidad en el patrón de consumo del lado de los consumidores, generándose así contrataciones por suministros con garantía de no interrupción (contrato firme) y sin garantía de interrupción (contrato interrumpible) siendo éstos diferenciables a su vez en función del patrón de consumo específicamente en lo referente a si la garantía de no interrupción es fija (todos los días del año) o flexible (sólo interrumpible en momentos específicos). Esta diferenciación en función de la elasticidad del consumo origina, en los servicios de capacidad de gasoductos, una diferenciación simétrica con contratos firmes e interrumpibles. Asimismo, y en adición a esta diferenciación, los servicios de capacidad de gasoductos pueden diferenciarse en función del suministro de

servicios especializados como los de triangulación de entregas, interrupción con notificación o sin ella, manejo de nominaciones de capacidad ante el Despacho Económico, corretaje en el mercado secundario, etc. El servicio de distribución local de gas a diferencia del servicio de capacidad de gasoductos, es diferenciable sólo en lo referente a los servicios colaterales que se suministran normalmente con la entrega física del gas en el quemador o reactor del consumidor. Generalmente, estos servicios son no regulados y proveen a la compañía de servicio de distribución un atractivo económico adicional.

Resulta común para empresas especializadas en el ramo incluir en su menú de servicios el mantenimiento de los equipos domésticos e industriales que utilizan gas, la asesoría en materia de mejoramiento de la eficiencia de combustión, la manufactura, venta y comercialización de equipos de línea blanca con base en gas, etc. Además del atractivo económico que pudiese tener los mencionados servicios para una empresa local de distribución de gas (ELD) le sirven también como instrumento estratégico para la optimización de los patrones de utilización de la capacidad de distribución.

En Venezuela, dada la estructura monopólica con la cual se ha explotado el sector, son casi inexistentes todas estas estructuras tanto en los servicios de transmisión y distribución como en el de producción – suministro de gas.

3. Barreras de entrada

Aparte de las barreras de entrada propias de los monopolios naturales que caracterizan a los servicios de transmisión y distribución, en Venezuela del lado de la producción – suministro, existen barreras legales que impiden el acceso a las actividades de E&P de gas asociado que constituyen la gran mayoría de las reservas probadas ya descubiertas y de relativo bajo costo en comparación con las reservas probadas de gas no asociado. Reservas estas cuya exploración y producción han sido abierta recientemente, como actividades económicas, a la explotación por agentes privados.

La posición dominante que durante mucho tiempo tendrá PDVSA en la cadena debido a sus ingentes reservas de gas asociado deberá direccionarse adecuadamente con instrumentos regulatorios que faciliten la contestabilidad de los potenciales mercados al mayor de producto gas y al mayor y al menor de capacidad de gasoductos.

La falta de claridad regulatoria, en especial el grado de autarquía que se le asigne al Ente Regulador y poder de mercado en manos del incumbente, constituye una barrera importante sobre todo para los agentes financieros que apor-

tan su capital a este tipo de negocio de rentabilidades reguladas, bajo la premisa de que los riesgos de intervención en las tarifas y ocupación de la capacidad de los gasoductos estarán transparentemente mitigados.

4. Estructura y naturaleza de los costos

Aparte de lo que ya se ha descrito como características de los costos que distinguen las actividades de la cadena del gas en los apartes de tecnología y fuerza de la sindicalización en el trabajo, es importante destacar las características actuales de los mismos en lo que se refiere a las estructuras heredadas del petróleo y extrapoladas al sector gas lo cual impone una pesada carga a los costos de E&P, tales como mantenimiento de campamentos, comisariatos e inclusive, tal como lo referencia Gaffney (1999) en costos de perforación muy por encima de los considerados óptimos para campos productores de similar estructura a los existentes en el oriente del país.

5. Grado de integración vertical y diversificación

Tradicionalmente y hasta bien entrada la década de los 80 la cadena del gas fue explotada por monopolios integrados, donde la función mercantil se confundía con la función de transporte. Con la introducción de instrumentos regulatorios que obligan al acceso abierto en los gasoductos y los avances tecnológicos que han hecho posible la instrumentación del despacho económico de gas donde, por competencia de gas con gas o consumidor con consumidor, se forman los precios al mayor del producto, se ha facilitado la separación de las actividades monopólicas por naturaleza como la transmisión y distribución de las no monopólicas como la exploración, la producción y la comercialización, lo cual a su vez hace posible la separación de la función mercantil (producción – venta de gas) de la de transporte (explotación de la capacidad de gasoductos).

Actualmente, en Venezuela la cadena de gas es explotada por PDVSA en forma monopólica e integrada verticalmente desde la producción hasta la comercialización, con la excepción de parte de la actividad de distribución local de gas que se encuentra en manos privadas¹⁷.

¹⁷ La distribución local en la ciudad de Puerto la Cruz, El Tigre y una pequeña porción de la ciudad de Caracas (menos del 1% del mercado) es explotada por agentes privados.

La diversificación de los servicios en firme e interrumpible, y la integración de los servicios locales de distribución con otras cadenas complementarias están prácticamente ausentes de las políticas actuales del monopolio estatal.

EVOLUCIÓN DEL MARCO INSTITUCIONAL Y REGULATORIO DEL SECTOR Y EVALUACIÓN DE LA EXPERIENCIA

En la primera etapa de la producción de gas en Venezuela, 1918–1945, el recurso era arrojado a la atmósfera o quemado en los mechurrios, ya que no existía incentivo económico ni motivación estratégica del Estado que obligara a su conservación o utilización comercial.

En 1943 se da el primer paso legislativo orientado hacia la conservación del gas con la promulgación de la Ley de Hidrocarburos. El impacto de la mencionada ley no se hace sentir sino a partir de 1945, cuando se establece la reglamentación de la Ley del 43 y se fijan las medidas punitivas que obligaron a las transnacionales a desarrollar esquemas de utilización del gas asociado.

La Ley del 43, si bien incentivó la utilización de gas dentro de la propia industria petrolera y desarrolló tímidamente un mercado interno de gas, no logró el objetivo deseado de racionalizar los volúmenes de gas arrojados a la atmósfera, los cuales seguían siendo un porcentaje elevado de la producción para comienzos de la década de los 70 (ver figura 5). Esta condición motivó la siguiente acción legislativa con la cual comienza el tercer período histórico en la regulación del sector gas en Venezuela.

En 1971 se sanciona la “Ley que Reserva al Estado la Industria del Gas Natural”, comúnmente conocida como la Ley de Gas del 71.

El espíritu, propósito y razón que motivó a los legisladores a sancionar esta ley, se inspiró en la implantación de una estrategia de desarrollo industrial del país sustentado en el gas natural y teniendo como prioridad el control sobre el desperdicio de una riqueza natural no renovable que había caracterizado al sector a pesar de los antecedentes legislativos en la materia. La Ley de Gas del 71 menciona entre sus objetivos la defensa y conservación del recurso, y establece una política de industrialización y un sistema de control del gas arrojado con el fin de limitarlo a volúmenes justificables sólo por razones operacionales de fuerza mayor, control éste a ser ejercido por el Ministerio de Energía y Minas, como institución gubernamental custodio del interés público en materia energética.

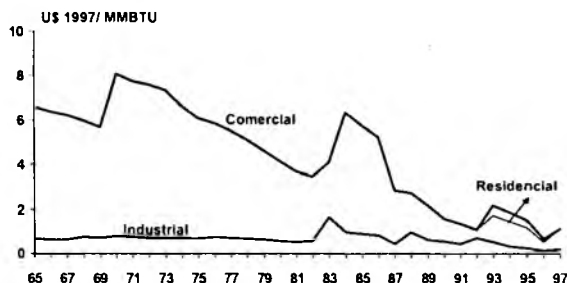
Esta tercera etapa histórica en la regulación del sector gas se caracterizó por un intenso crecimiento del mercado interno, específicamente en la zona de Guayana donde, desde finales de la década de los 60 y comienzos de los 70, se desarrolló una febril actividad industrial basada en el aluminio y el hierro, ambas de alta intensidad energética. Este crecimiento del mercado interno se realizó en sincronía con la finalización de proyectos de recuperación secundaria de crudo con base en gas que se habían iniciado durante los 50 y 60.

Durante este tercer período ocurre la nacionalización de la industria petrolera venezolana y se promulga la "Ley Orgánica que Reserva al Estado la Industria y Comercio de los Hidrocarburos" conocida como Ley Lorech, y se desarrolla con recursos del Estado la red de gasoductos existentes actualmente (ver figura 6).

En la historia de la regulación del sector gas en Venezuela se evidencia un notable impacto de las acciones legislativas en la intensidad del uso del gas natural en la nación y en el consecuente apalancamiento de su desarrollo industrial con base en el gas como elemento de energía primaria. Sin embargo, se debe considerar que tales acciones legislativas correspondieron a épocas donde el gas era un bien muy poco transable en el ámbito internacional; con un valor en el país muy bajo con relación a los costos incurridos en el desarrollo y la operación de la infraestructura requerida para transportar el energético a los mercados (ver figura 8); e inexorablemente asociado con la explotación del crudo, por lo que fue necesaria una estrategia de Estado orientada hacia la máxima utilización del recurso para evitar su desperdicio, apalancar la industrialización del país y promover su utilización en el mercado interno.

Figura 8

Evolución de los precios del gas en Venezuela



Fuente: PDVSA GAS

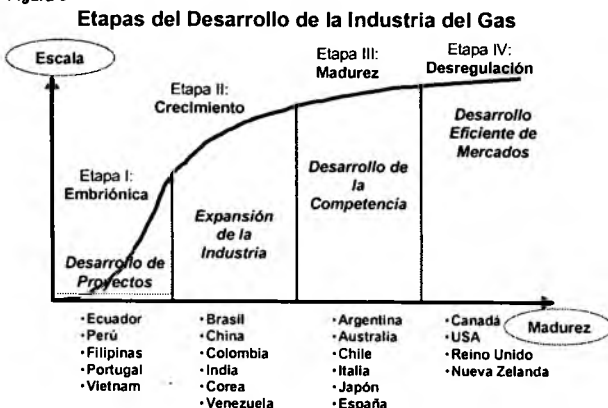
Esta estrategia de Estado estuvo también orientada hacia la maximización de la sustitución de líquidos combustibles de alto valor comercial en la matriz de energía primaria de la nación lo cual se refleja en el hecho de que en los últimos 17 años el gas ha desplazado un equivalente de 100 mil barriles por día de líquidos combustibles de hidrocarburos en el mercado interno.

No había habido hasta la promulgación de la Ley Orgánica de los Hidrocarburos Gaseosos, en la historia de la regulación del sector gas en Venezuela una institución reguladora (aparte del Ministerio de Energía y Minas) creada con fines de direccionar la falla de mercado asociada por un lado, con el monopolio legal de la producción y por otro, con la condición de monopolio natural de los servicios de transporte y distribución.

LAS EXPERIENCIAS Y TENDENCIAS DE CAMBIO EN EL MUNDO

Experiencias

Las experiencias en el mundo en materia regulatoria del sector gas han sido amplias y variadas, siendo Estados Unidos el país que más experiencia ha acumulado al respecto. Sin embargo, es en el Reino Unido donde se han aplicado las técnicas más modernas que, inclusive, han sido copiadas y adaptadas en países como Argentina, México, Nueva Zelanda y Australia. Estos países se encuentran en distintos grados de madurez en lo que se refiere a la desregulación del sector (ver figura 9).

Figura 9

Fuente: Arthur D. Little Energy Discussion Paper

El caso de Estados Unidos resulta interesante pues a través de procesos de prueba y error de distintos instrumentos regulatorios que han durado más de 50 años, se evolucionó desde un sistema de agentes privados donde se regulaban tanto los precios del producto como las tarifas de transmisión y distribución a un sistema de agentes privados donde se logró, valiéndose de la exitosa experiencia inglesa, separar con éxito la función mercantil de la de transporte, lográndose a su vez, la total desregulación de los precios del producto y el diseño de un sistema regulado de transporte y distribución desagregado, con esquemas tarifarios y de acceso abierto a los gasoductos que ha favorecido la comercialización de la capacidad a tal punto que ha sido posible la operación de un mercado secundario (reventa) de capacidad.

Por otra parte, el Reino Unido ha sido la pionero en el establecimiento de instrumentos regulatorios basados en los incentivos y la primera nación en separar totalmente la función mercantil de la de transporte bajo un esquema de propiedad muy particular en el que la transmisión es explotada como actividad por un sólo agente privado, permitiéndose la participación de otros agentes únicamente sobre el crecimiento de la infraestructura existente al momento de la privatización.

México y Argentina, por nombrar dos países latinoamericanos, han adaptado los modelos inglés y estadounidense inicialmente con variantes a sus marcos institucionales y legales. En el primero, se mantiene el monopolio estatal sobre las actividades de E&P y sobre la actividad de transmisión, se separaron jurídicamente los agentes estatales que explotan la actividad y se estableció que la participación de agentes distintos a PEMEX y a PEMEX GAS podrían intervenir en la distribución local, incluyendo la infraestructura existente en manos de PEMEX al momento de la reorganización del sector y en la transmisión, sólo sobre el crecimiento de la infraestructura al momento de la privatización. En Argentina, se siguió un esquema que formó parte de una estrategia de privatización que incluyó no sólo al gas, sino también a los otros sectores de la economía. Se privatizaron separadamente la empresa estatal de hidrocarburos YPF que explota las actividades de E&P y los sistemas de gasoductos que convergen por el norte y por el sur de la ciudad de Buenos Aires y se dividió al país en regiones de distribución local de gas donde fueron licitadas las licencias para la obtención de la franquicia de distribución local.

Las experiencias con los mencionados modelos incluyen tanto fallas de regulación, que han ocasionado distorsiones puntuales considerables en los precios, como aciertos en los objetivos de mejorar la eficiencia y la calidad de los servicios y disminución de los precios en general. La introducción de modificaciones sustantivas en los marcos institucionales y legales, y en los modos de propiedad han logrado el abaratamiento de los costos de energía para el con-

sumidor final y el mejoramiento general de la disponibilidad, calidad y eficiencia del servicio así como también se han mantenido los incentivos para que los agentes exploten a riesgo las actividades no monopólicas y, a garantía de retorno sobre la inversión, las actividades que por naturaleza son monopólicas. Las fallas de regulación han ocasionado precios puntuales en los EE.UU. e Inglaterra que han alcanzado hasta los ochenta dólares por millón de unidades térmicas británicas (80 \$/MMBTU). Sin embargo, la oportuna intervención de los agentes reguladores permitió la pronta corrección y la introducción de mecanismos regulatorios para prevenir la repetición de tales fallas¹⁸.

En Argentina, a pesar de que en su conjunto los precios de gas han bajado 5% en promedio en relación con los precios vigentes antes de la privatización, ha sido dificultosa la promoción de la competencia de gas con gas dado el poder de mercado que aún concentra YPF, al comienzo parcialmente privatizada (49% de participación del Estado) y después privatizada en su totalidad (1999) tal y como lo refiere un informe recientemente desarrollado por la Agencia Internacional de Energía de los EE.UU. y comentado por la revista *Oil&Gas Journal* (1999).

Colombia ha logrado un impresionante desarrollo tanto de la infraestructura de transmisión como de la de distribución local de gas, mediante el diseño de un conjunto coherente de políticas públicas que tienen como base una Ley de Servicios Públicos, pieza legislativa que incluye no sólo al gas sino también a los otros servicios públicos de redes como la electricidad y el agua, e incluye también un ente regulador y un mecanismo de subsidio directo denominado "bolsa de solidaridad", en el que a través de impuestos al mismo sector, se acumulan recursos que son accésados por los agentes cuando no existe la capacidad de pago que haga factible económicamente el desarrollo de la infraestructura.

¹⁸ En Inglaterra en el invierno de 1997, entre el 16/17 de diciembre los precios alcanzaron durante cinco horas 83 \$/MMBTU desde un precio inicial a la oferta de 2.2 \$/MMBTU debido a una típica acción de balance del operador Transco que exacerbó el balance entre la oferta y la demanda enviando señales falsas de un supuesto déficit en la disponibilidad del producto a los comercializadores de capacidad (cargadores o "shippers"). La investigación del incidente por parte de la institución reguladora (Offgas) concluyó que éste ocurrió tanto por el retardo en la transmisión de información entre el operador y los cargadores como por la ausencia de un mecanismo punitivo que regulase la conducta del operador en lo relativo a la emisión de falsas señales de balance producto de sus acciones de acceso a mecanismos de balanceo operacional. El regulador (Offgas) decidió poco tiempo después separar la función económica de la operativa creando una institución autónoma para el manejo del mercado al mayor (On the day Commodity Market Operator).

Así pues, en Colombia con el mencionado marco institucional y legal, se ha desarrollado por agentes privados la distribución local de gas en más de 100 ciudades y pueblos en apenas 7 años.

Tendencias de cambio en el mundo

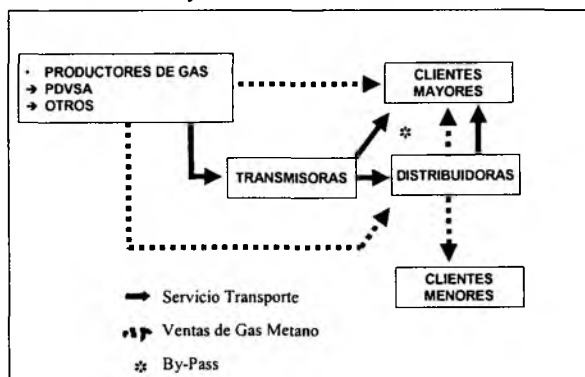
Las tendencias de cambio en el mundo en materia de regulación del sector gas han estado fuertemente influenciadas por los adelantos tecnológicos que han hecho factible, en buena parte de la cadena comercial del gas, el diseño de instrumentos regulatorios facilitadores de los objetivos del mecanismo tanto del precio bien energético como de las tarifas de los servicios de transporte.

El desarrollo de la miniaturización de las computadoras, de las comunicaciones vía satélite que se llevó a cabo durante la segunda mitad de la década de los ochenta y que se profundizó durante la década de los 90 con la introducción del Internet, hizo posible la introducción de mecanismos de información en tiempo real sobre precios y posiciones de oferta y demanda, potenciándose considerablemente el objetivo de señalización del mecanismo de precios y tarifas. Asimismo, por estos adelantos en computación, se hizo posible la potenciación de los objetivos de distribución y de incentivo a la producción implícita en tarifas y precios mediante la introducción de mecanismos nominatorios ex ante y de balanceo ex post del intercambio físico, que hizo posible la separación de la función operativa de la económica y la creación de una nueva función en la cadena de comercialización de la capacidad de gasoductos: el despacho económico y operacional¹⁹.

¹⁹ En el despacho operacional se monitorean continuamente y a lo largo de la trayectoria del gasoducto las variables que intervienen en la determinación de la capacidad y en la custodia de la integridad del mismo como son la temperatura, la presión, el contenido de contaminantes, el estatus de las válvulas de seccionamiento, etc. Con la capacidad computacional se modelan continuamente los flujos y se toman decisiones en tiempo real con el fin tanto de garantizar la integridad como de optimizar los costos asociados al transporte. En el despacho económico se administra el acuerdo de nominación ex ante y ex post que da lugar a la formación de los precios al mayor del gas y de reventa de la capacidad y en el que se coordina la coherencia entre los compromisos de entrega y descarga, el ordenamiento en la programación de las entregas del despacho operacional, la distribución ex post de las cargas económicas a los cargadores (shippers) y la distribución ex post de las cargas económicas que se originan por el acceso al almacenamiento económico a los cargadores con flexibilidad de entrega o recibo con fines de asegurar la integridad del sistema hechas por el operador del gasoducto durante el despacho físico.

Figura 10

**Esquema Comercial del sector gas posterior a
Ley de Hidrocarburos Gaseosos**



Fuente: PDVSA

Estos avances trajeron consigo la posibilidad de estructurar mediante regulación la cadena económica del gas de tal manera que fuese posible la separación de la función mercantil de la de transporte (ver figura 10) sectorizándose la cadena de manera de aislar las actividades monopólicas por naturaleza de las que no lo son, controlando el poder de mercado mediante regulación a las primeras y liberando los controles sobre las segundas, introduciéndose nuevos agentes en la misma como los cargadores, los agentes de corretaje y los comercializadores y creándose inclusive las bases para el funcionamiento de un “mercado sobre la mesa” de papeles (contratos) cuyo producto (commodity) de respaldo es el gas.

Estos avances en tecnología que potenciaron los cambios en la estructura de comercialización de la cadena del gas han venido acompañados, a su vez, de nuevos avances en las teorías, modelos y métodos necesarios para establecer las bases de diseño de las tarifas de transporte.

El modelo estadounidense de diseño de tarifas conocido como el de “costos agregados de servicio” o COS (cost of services) por sus siglas en inglés ha estado vigente en EE.UU. desde su introducción poco después de la promulgación de la Ley de Gas (Natural Gas Act) en 1938 y se ha venido optimizando con los años mediante ajustes progresivos.

El método COS se basa en el principio de fijar el precio del servicio de transporte (tarifas) igual a los costos eficientes incurridos en la prestación del

servicio incluido en éstos un retorno "razonable"²⁰ (acorde con los riesgos a los que están expuestos los agentes) sobre los componentes de inversión²¹ autorizados por el regulador.

Según J. F. Brown (1997), el método COS se segrega en tres segmentos que finalmente definen la estructura tarifaria: el cálculo de los costos agregados, que no es más que la determinación del costo de llevar adelante el negocio, la distribución de los costos entre los componentes fijos y variables y el diseño de la tarifa en la que se establece la porción de los costos fijos que serán recuperados en el componente fijo de la tarifa²².

El método C.O.S. es una variante del método de regulación conocido como Regulación sobre la Tasa de Retorno. En el primero, el regulador interviene en los elementos y variables que definen el nivel de retorno sobre el capital, mientras que en el segundo simplemente se fija el retorno y el agente tiene la libertad de decidir sobre el mix de capital, labor y deuda más adecuado a sus intereses que no sobrepase el límite de retorno previamente establecido por el regulador.

La regulación basada en agregación de costos implica grandes costos transaccionales debido a la pesada estructura burocrática que se debe conformar en el ente regulador para asegurar la contraloría de los costos.

La determinación de los costos realmente incurridos, de los estándares eficientes en cada una de las actividades, de la adecuada asignación de costos entre actividades sujetas a regulación y las que no lo son, de la estructura óptima de deuda patrimonio que caracteriza al sector, de los estándares de seguridad y calidad, de las variables que definen el riesgo característico de las actividades sujetas a regulación y de los parámetros que definen los componentes de inversión o base de retorno entre otros, obliga a la conformación de equipos técnicos de economistas, contadores, abogados e ingenieros y de una

²⁰ Según L. S. Goodman (1998) el estándar de lo "justo y razonable" para el establecimiento de tarifas tiene sus orígenes en el "Common Law" del Derecho anglosajón. La referencia más temprana a este estándar para la fijación de tarifas en servicios públicos se encuentra en la Constitución del estado de Georgia EE.UU. de 1877.

²¹ Según R. L. Mansell y J. R. Church (1995) bajo la metodología C.O.S. se establece que en los componentes de inversión (rate base) se incluyen los arrastres sobre las inversiones de años anteriores, nuevas adiciones de capital, depreciación, capital en auxilio al desarrollo de la infraestructura de gasoductos para clientes, capital de trabajo y cualquier otro diferimiento.

²² La razón de dejar cierta parte de los costos fijos para ser recuperados en la porción variable de la tarifa obedece al principio de compartir los riesgos asociados con el factor de carga del gasoducto con el inversor.

base logística para su operación efectiva cuyos costos deben incluirse en la estructura tarifaria. Asimismo, la regulación basada en agregación de costos puede motivar al regulado a incluir inversiones permitidas por el regulador dentro de la base de retorno, pero que no son realmente necesarias como pueden ser inversiones en capacidad de compresión para cubrir picos de demanda que no se materializarán o capacidad de gasoductos para atender estimados inflados de demanda de capacidad en el mediano plazo. Esta situación tiende a ocurrir cuando los estándares de retorno sobre la base son fijados por el regulador en niveles que están por encima del costo promedio de capital del agente regulado.

Existen variantes en la implantación de la regulación basadas en el agregado de costos que se ha adoptado sobre todo en Canadá. Entre estas variantes están: la regulación activa o tradicional en la que se tiene un control del regulado por el regulador sobre la base de auditorías y audiencias tarifarias²³ continuas, monitoreo continuo de los resultados operacionales del agente regulado y continuo acceso a los libros contables; la regulación pasiva con base en la supervisión externa de la actividad regulada dejándose inicialmente en los agentes la solución de las disputas y actuando solamente en caso de no llegarse a un acuerdo; la regulación ex post en la que los costos son establecidos de acuerdo con los resultados del mes inmediato anterior; la regulación ex ante en la que los costos son establecidos de acuerdo con un programa de desembolsos aprobado por el regulador en acuerdo con las partes por un lapso ex ante que puede variar entre 6 meses a 2 años y la regulación C.O.S. con modificaciones de incentivo que pueden incluir mecanismos como retorno de capital sobre una banda predeterminada, ganancias compartidas e incentivos sobre la optimización de los costos de capital.

La otra vertiente más moderna en el diseño de tarifas lo constituye el método denominado *diseño tarifario con base en la gestión por incentivos* o P.B.R. (performance based ratemaking) por sus siglas en inglés. Esta modalidad (conocida también como RPI - X²⁴) para el diseño de tarifas constituye también una variante de la metodología de regulación sobre la base de retorno, en la cual en lugar de establecer una frontera máxima de retorno se establece en su lugar una base inicial de gestión eficiente y sobre ésta se fija primero un mecanismo de indexación y se le exige, al cabo de un lapso determinado por el regulador y de

²³ Las audiencias tarifarias forman parte del mecanismo de audiencias públicas que generalmente establecen los entes de regulación con el fin de garantizar el derecho a que sean oídos los argumentos de las partes involucradas en cualquier disputa o propuesta relativa al desempeño de los agentes, desarrollo de infraestructura, modificación de esquemas tarifarios etc.

²⁴ RPI - X indica que la tarifa será indexada por algún indicador macroeconómico como el RPI (Retail Price Index) al cual se le sustraerá la eficiencia exigida X.

acuerdo con la estructura de los riesgos asociados con la materialización de la demanda de capacidad, un nivel de eficiencia a concretar en el mencionado período, eficiencia que deberá ser transferida al consumidor al final del período.

El método PBR fue por primera vez introducido en el Reino Unido en 1988 durante el proceso de privatización del sector de telecomunicaciones, trasladándose luego al sector eléctrico (1990) y al sector gas (1991) después de la privatización de ambos sectores.

La introducción de incentivos en la metodología P.B.R. viene dada por el hecho de que las eficiencias mayores que las exigidas que pueda concretar el regulado en el período establecido son acumuladas por éste, por lo tanto, el agente se verá motivado a optimizar las inversiones y a mejorar sus costos lo más temprano en el período.

La aplicación de la regulación por incentivos en el Reino Unido representó para el consumidor inglés un abaratamiento en sus costos de energía en el orden del 25 al 34% para 1991²⁵. Este éxito de la regulación por incentivos ha sido un estímulo para el diseño de estructuras regulatorias tipo PBR del sector gas en países emergentes en el comercio privado de gas como Argentina.

La metodología PBR independiza la fijación de precios de los costos dado que al imponer un techo sobre las tarifas, los agentes estarán fuertemente motivados a reducirlos a diferencia de la COS que se basa en agregar costos eficientes.

En la implementación de los métodos PBR y COS se han venido aplicando algunas variantes que difieren entre sí, para el primero de ellos, por la modalidad utilizada para establecer el límite máximo de las tarifas y, para el segundo, por el mecanismo implícito para hacerlo adaptable a la introducción de incentivos.

Otro de los aspectos importantes en la regulación del sector gas lo constituye el establecimiento de la teoría, el método y el modelo para la determinación de los precios al mayor del producto cuando no existen condiciones de volatilidad y contestabilidad en el mercado, bien sea por que el sector se encuentra en una fase embrionaria, porque constitucionalmente se consagra un monopolio legal, porque existe un monopolio natural o simplemente porque la estructura presente es tal que uno o varios de los incumbentes tiene por condición legal o de madurez de mercado una posición dominante con suficiente poder para influir

²⁵ Según Stephen Littlechild (1999) ex Director General de Suministro de Energía del Reino Unido.

en la determinación de los precios si éstos se dejasen al libre arbitraje del mercado²⁶.

Cuando las condiciones de madurez del mercado son tales como por ejemplo, por el lado de la oferta, la existencia de un solo yacimiento (monopolio natural) con grandes reservas de gas (caso holandés y noruego) o de un monopolio legal consagrado constitucionalmente (caso México) que imposibilita la competencia de gas con gas, o por el lado de la demanda son, la inexistencia de un mercado interno segregado (caso iraní y trinitario) o con fuerte acento monopsonico (caso venezolano) las que imponen barreras temporal o definitiva para la participación de más de un agente en las actividades del aguas arriba, el regulador se ve en la obligación de definir los precios al mayor en el centro de acopio bien sea por una metodología basada en valorización tipo "net back" si las condiciones del mercado accesible son lo suficientemente fluidas (caso holandés, noruego y mexicano); a través de la simulación de mercados perfectos (caso venezolano y paquistaní); a través de una fórmula ligada a una cesta de energéticos sustitutos del gas (caso tailandés) o a través de una fórmula de apropiación de rentas fortuitas ("winfall profits formula") en las economías de los sectores o proyectos que hacen uso del gas natural (caso trinitario).

A excepción de la metodología de cesta de combustible, donde el precio del gas al mayor se deriva de precios observables de productos sustitutos, en las otras se le presentan dos problemas al regulador, el primero está asociado con la definición de los niveles de eficiencia exigibles en los procesos intermedios distintos a la transmisión y la distribución que establecen directa o indirectamente el precio al mayor del gas y el segundo, relacionado con la distribución de los costos eficientes de producción y de los riesgos y costos de exploración cuando el gas está asociado al crudo. En el primer caso, es común la aplicación bien sea de una metodología COS o PBR bajo los mismos principios bajo los cuales se aplica al transporte de gas. En el segundo caso, y tal y como lo refieren Julius y Mashayekni (1990), el tratamiento teórico adecuado se corresponde con el concepto de economías de alcance para firmas multiproducto, calculando la marginalidad de largo plazo del gas con base en los costos eficientes agregados para la unidad de volumen o energía adicional de producción manteniendo el volumen de los otros productos constante. La otra variante de esta metodología consiste en determinar la función de demanda y de oferta con base en costos eficientes y, en caso de déficit, fijar el precio igual al costo de oportunidad del consumidor marginal y en caso de balance o sobreoferta, calcular la margi-

²⁶ Caso de la generación en sector eléctrico en el Reino Unido según Littlechild (1999) (dado el poder dominante de 2 de las empresas (National Power y PowerGen)) y de los precios de gas al mayor en Argentina según Oil&Gas Journal Latinoamérica (dado el poder dominante de YPF empresa mixta inicialmente y hoy día totalmente privatizada).

nalidad a largo plazo y hacerla igual al precio, en función de la valorización de mercado simulada, para aquellos productos sin valor observable de mercado o valorización observable para aquellos productos con estructuras fluidas de mercado. Los costos y riesgos de exploración se asignan en función del objetivo de la exploración: si explorando por crudo ocurre el descubrimiento los costos de exploración se asignan en su totalidad al crudo y viceversa.

ALCANCE Y CONTENIDO DE LAS REFORMAS REGULATORIAS DEL SECTOR EN VENEZUELA

Una limitante para establecer con precisión el alcance y contenido de las reformas regulatorias del sector gas en Venezuela, lo constituye el hecho de que para el momento de la elaboración de este ensayo, no se habían publicado ni dado a conocer los reglamentos definitivos de la Ley Orgánica de los Hidrocarburos Gaseosos, que en adelante la referiremos como Ley de Gas. Sin embargo, de la lectura del preámbulo y el articulado de la mencionada ley, es posible realizar un análisis bastante extenso en este sentido, aun cuando se requiere la legislación secundaria para completar el análisis.

De la lectura del preámbulo de la Ley de Gas se observa la intención del legislador de abrir el sector a la inversión privada, lo cual constituye un considerable avance con relación al marco legal anterior, en la que la totalidad de las actividades de la cadena de gas estaban reservadas al Estado²⁷. De hecho, el preámbulo de la Ley de Gas deja sin lugar a dudas que éste es su objetivo:

“...se ha concebido estimular la búsqueda de yacimientos de gas libre y propiciar una adecuada utilización de dicho gas junto con el asociado. Ello se logrará mediante una ley que de mayor oportunidad al sector privado nacional y extranjeros, de participar en todas las fases relativas a dicha industria. Este es el propósito de la Ley Orgánica de Hidrocarburos Gaseosos,....”

Sin embargo, a pesar de este claro objetivo que apunta hacia la apertura e introducción de competencia en el sector, se restringe el ámbito de aplicación de la ley en la parte del aguas arriba de la cadena del gas (exploración y producción) pues en ella se limita la participación privada sólo a los yacimientos de gas

²⁷ La legislación anterior a la Ley Orgánica de los Hidrocarburos Gaseosos que definía el marco legal e institucional del sector lo comprendían el siguiente conjunto de leyes: la Ley de Hidrocarburos de 1943, la Ley que Reserva al Estado la Industria del Gas Natural de 1971, la Ley que Reserva al Estado la Explotación del Mercado Interno de los Hidrocarburos de 1973, la Ley Orgánica que Reserva al Estado la Industria y el Comercio de los Hidrocarburos (Ley de Nacionalización) de 1975, la Ley Orgánica de Régimen Municipal de 1978, la Ley de Metrología de 1980 y la Ley Penal del Ambiente de 1992.

libre, dejando la exploración y producción de gas asociado a lo que se establezca en el nuevo marco legal de los hidrocarburos. Esta restricción es importante desde el punto de vista regulatorio, pues al estar limitadas las posibilidades de aparición de un mercado contestable con base en la competencia entre distintos proveedores de gas y debido al poder de mercado que legalmente se deja en manos del incumbente, se requerirá de la definición de una teoría, un método y un modelo para establecer los precios al mayor de gas, por lo menos mientras aparecen suficientes fuentes de gas no asociado como para hacer contrapeso al incumbente.

El interés público se define claramente en la Ley de Gas, lo cual es importante desde el punto de vista regulatorio pues define el marco bajo el cual se instrumentarán los mecanismos de regulación. En lo relativo a la propiedad de los yacimientos de gas, ésta se otorga a la República y se declaran de dominio público, inalienable e imprescriptible. Sin embargo, se abren los caminos para el traspaso de la propiedad del gas en superficie una vez que se haya definido ante el Ministerio de Energía y Minas su utilización final mediante el sometimiento de proyectos dirigidos primordialmente al desarrollo nacional y eventualmente a la exportación, una vez asegurado el abastecimiento nacional en el largo plazo. En lo relativo a la participación del Estado en las rentas que se originan por la explotación económica del sector, se establece un régimen fiscal compuesto por regalías del 20% y una tasa de impuesto sobre la renta del 34%²⁸; esto último constituye un considerable avance hacia la estructuración de esquemas fiscales más adecuados con la naturaleza del negocio del gas que anteriormente se establecían simétricamente con el crudo.

Por primera vez se define claramente en el articulado de una ley venezolana la condición de servicio público de los servicios de T&D de gas y de utilidad pública de las actividades de la cadena del gas lo cual le da sustento legal al derecho del Estado a establecer una regulación específica que limite la libertad económica de los agentes para fijar unilateralmente las tarifas del servicio en el segmento de T&D dada su naturaleza monopólica, a priorizar el derecho de paso sobre el de propiedad privada en función del interés público y, así como lo define E. Martínez (1997), asegurar la obligatoriedad de la prestación del servicio a quien lo exija a una tarifa justa y razonable, darle sustento legal a la condición mutable de los mecanismos regulatorios, asegurar la continuidad en el suministro del servicio y por lo tanto, establecer las previsiones razonables en los costos asociados con la capacidad de respuesta en situaciones de intensa demanda del servicio y de igualdad o no discriminación injusta.

²⁸ Artículo 11 de la nueva Ley de Impuesto Sobre la Renta publicada en Gaceta Oficial Extraordinaria No. 5.390 del 22 de octubre de 1999.

En la Ley de Gas se consagra también por primera vez en una ley venezolana el marco institucional que direccionará específicamente los aspectos regulatorios asociados con la introducción de competencia y concurrencia en las actividades de naturaleza monopólica (T&D) y para promover el desarrollo del sector, mediante la creación de un ente funcional con autonomía funcional y adscrito al Ministerio de Energía y Minas denominado Ente Nacional de Gas. Resulta importante destacar la limitación de la autarquía del Ente Regulador y su adscripción al MEM. Esto lo hace vulnerable a la captura en sus decisiones en función de intereses de naturaleza política. Sin embargo, resulta necesario comprender la motivación de los legisladores en este sentido, la cual se fundamenta en la racional de que la madurez del mercado de gas de Venezuela es tal que una completa autarquía del Ente puede ocasionar problemas graves de aceptabilidad social a sus decisiones imponiendo tensiones innecesarias que pudiesen comprometer la paz social y objetivos de Estado en materia de política energética²⁹.

Unos de los principios más modernos y fundamentales en regulación de monopolios naturales tipo red introducidos en la Ley de Gas, lo constituye la consagración del acceso abierto a la capacidad de los gasoductos, la separación de la función mercantil de la de transporte mediante la obligatoriedad de desagregar los servicios y la asignación al Ente Nacional de Gas de la atribución para promover el desarrollo de un mercado secundario de capacidad de gasoductos. Sin embargo, el régimen económico que consagra la Ley de Gas impone limitantes importantes al Ente Regulador en su capacidad para establecer tarifas de transporte y distribución además de que sólo le asigna una función asesora en el establecimiento de la teoría, el método y el modelo para la fijación precios al mayor de gas en los centros de acopio, reservándose el MEM esta facultad y ampliando el marco institucional decisorio al Ministerio de la Producción y el Comercio en esta materia, lo cual puede ocasionar áreas grises de competencia entre estas instituciones que de no ser direccionadas apropiadamente en la legislación secundaria, pueden comprometer los objetivos de regulación establecidos en la ley. Destaca también, a diferencia de la Ley Eléctrica, la omisión de referencias tanto al despacho físico como económico que consagre el aprovechamiento de las economías de coordinación a favor de los consumidores lo cual necesariamente deberá ser direccionado en los reglamentos.

El régimen económico se fundamenta en el estándar de valorización de servicios públicos de lo "justo y razonable" que, aunque no está mencionado expli-

²⁹ Por ejemplo se considera que no sería aceptable ni en lo social, ni en lo político ni en lo económico un aumento de los costos del gas para los consumidores en los niveles que puntualmente se han observado en el Reino Unido o EE.UU. producto de fallas de regulación.

citamente de esa manera en la ley se deduce en la redacción de preámbulo "...bases encaminadas a la fijación de tarifas justas y adecuadas..." y de la fijación de los principios bajo los cuales se establecerán los precios y tarifas:

"Los precios y tarifas deberán atender a los principios establecidos en la Ley dirigidos a facilitar la recuperación de las inversiones, a obtener una rentabilidad razonable así como el mantenimiento adecuado del servicio y asegurar a los consumidores el menor costo posible"

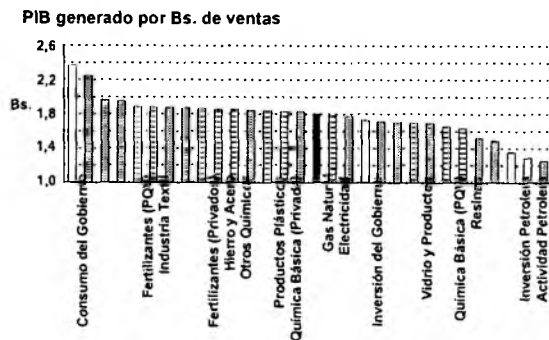
En lo referente a la regulación técnica la ley establece los principios bajo los cuales se regirán los estándares de prestación de los servicios "...mejores prácticas científicas y técnicas disponibles y normas de seguridad, higiene y protección ambiental aplicables...".

IMPACTOS GENERADOS SOBRE EL DESEMPEÑO ECONÓMICO

Con base en el trabajo realizado por Bernard Mommer (1994), se desarrolló en PDVSA un modelo depurado del efecto rentista petrolero de la matriz insumo –producto para Venezuela, el cual se actualizó para 1998 y cuyos resultados se muestran en el gráfico de la figura 11. El mencionado gráfico reproduce para cada sector considerado en la matriz el aporte del mismo en términos del PIB generado en bolívares de 1998 por cada bolívar de venta del sector, incluyendo en estas ventas, tanto las inversiones como los gastos realizados en ese año. Es importante destacar que el sector gas aporta una contribución menor al PIB (1,8 Bs. PIB/ 1 Bs. venta) que el mismo sector petrolero (2,65 Bs. PIB/ 1 Bs. venta) cuando se le considera a éste separado del gas y agregando tanto las inversiones como los gastos por actividad. Sin embargo, la contribución del sector gas al PIB se magnifica al agregar las contribuciones que generan los otros sectores de la economía que utilizan, bien sea como energía primaria o como materia prima al gas tales como son el sector siderúrgico, eléctrico, químico, petroquímico privado y público, textil y del vidrio y sus productos derivados (37,4 Bs. PIB/ 1 Bs. venta).

Este modelo de matriz insumo-producto permite la evaluación del impacto de los desembolsos programados en los Planes de Negocio del sector sobre el empleo, en un escenario de apertura y desregulación. Para el momento de escribir este ensayo el recientemente aprobado Plan de Negocios de PDVSA GAS (2000–2009) mostraba que las inversiones programadas para el sector (incluyendo las inversiones privadas) crearían 8.000 empleos directos y 36.000 empleos indirectos con una inversión en el orden de los 11.000 millones de dólares.

Figura 11

Efecto multiplicador en la economía por sectores

Fuente: PDVSA

En la actualidad, el sector gas emplea unas 1.700 personas directamente en las actividades medulares de la cadena del gas y unas 15.000 personas en las actividades del sector conexo.

CONCLUSIONES

Existen importantes experiencias en materia regulatoria en sector gas alrededor del mundo, algunas de las cuales se han mencionado a lo largo de este trabajo. Esta experiencia ha acumulado documentación suficientemente amplia que detalla tanto la jurisprudencia decisoria de los reguladores del sector como la interpretación de sus consecuencias en la estrategia de desregulación implícita en los marcos reguladores correspondientes. Estas experiencias han sido de mucha utilidad en el proceso de establecer las bases conceptuales de la Ley Orgánica de los Hidrocarburos Gaseosos, lo cual se deduce tanto del preámbulo como del articulado de la mencionada ley.

Venezuela se enfrenta por primera vez en su historia con la implantación de un marco institucional y legal del sector gas de naturaleza totalmente distinta al que lo precedió y en el cual, aun cuando todavía está teñido por los paradigmas petroleros que gobernaron el desarrollo del sector en el pasado, se introducen los elementos conceptuales fundamentales que apuntan hacia la desregulación y la búsqueda de la eficiencia económica y distributiva donde tanto el Estado, como el mercado, tendrán un papel fundamental que cumplir. Resulta lamentable que la legislación primaria de los sectores de gas y electricidad no tengan la

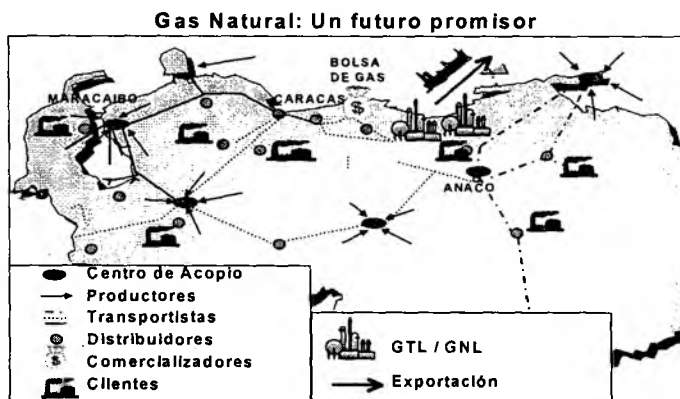
simetría que debieron haber tenido, sobretodo si se considera que ambas cadenas comerciales están convergiendo aceleradamente para constituirse en futuro no muy lejano en una sola cadena: la de la energía. La falta de la legislación secundaria en ambos sectores impide realizar un diagnóstico más acertado en lo referente a convergencias regulatorias y amplitud y alcance de las reformas, sin embargo, la diferencia entre los niveles autarquía de los Entes de Regulación de ambos sectores que esta implícita en la legislación recientemente promulgada, hace temer la posibilidad de que un sector se desarrolle en detrimento del otro.

Las condiciones de borde impuestas actualmente por la realidad política, social, económica y de disponibilidad de energéticos primarios de Venezuela impusieron a su vez condiciones de borde en la legislación del sector. Sin embargo, es un avance considerable hacia estados más modernos de fluidez y contestabilidad en los mercados energéticos internos de la nación.

Preocupa la conformación del Ente de Regulación pues muy probablemente el paradigma técnico – petrolero prevalecerá en la escogencia de los directores de organismo, lo cual está demostrado que es condición necesaria pero no suficiente pues la regulación de monopolios tiene que ver más con la materia económica, el derecho y las políticas públicas que con los aspectos técnicos de la cadena del gas en sí mismo. Esto último trae a la palestra la siguiente interrogante ¿Existen los recursos humanos en el país con el perfil adecuado en materia técnica en gas, de derecho, de economía y de políticas públicas para conformar un Ente Regulador? Si la respuesta es negativa, y posiblemente lo es, entonces se deberá proceder violentamente a formarlos so pena de arriesgarse a conformar un Ente Regulador que sería fácilmente capturable no sólo por el estamento político, sino también por los agentes a ser regulados.

Las reformas regulatorias e institucionales introducidas en la nueva legislación del sector gas han despejado el camino para que Venezuela pueda ser en un futuro no muy lejano el centro vibrante de Latinoamérica en comercio de gas (ver figura 12) siendo posible inclusive la conformación de un mercado sobre la mesa, o bolsa de gas, cuyo producto de respaldo sea ese energético. No obstante, esto no significa que el camino no sea largo y tortuoso o posiblemente corto y sin desviaciones: todo dependerá de la legislación secundaria que se promulgue y de voluntad tanto de regulados como de reguladores para aplicar, hacer que se respete y presionar para que se modifique, de ser necesario, la regulación del sector.

Figura 12



Fuente: PDVSA GAS

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alvarez, P. E. (1997), *Economía industrial del sector eléctrico: estructura y regulación*, Editorial Civitas, Madrid.
- Brown J. F. (1997), "FERC Natural Gas Course", *Understanding the Principles of Pipeline Ratemaking*, Brown, William, Scaurbrough & Quinn, Inc. Houston.
- B P Exploration Operating Company L. T. D. (1998), *BP Review of World Gas*, Londres.
- Davison Ann, Hurst Chris, Mabro Robert (1998), *Natural Gas: Governments and Oil Companies in the Third World*, Oxford University Press, Oxford.
- Gaffney P. D. (1999), *Commitments, Understanding Keys to Exploiting Gas Opportunities in Soththern Latin America*, Oil and Gas Journal Special.
- Goodman L. S. (1998), *The Process of Ratemaking*, Public Utility Reports, Virginia.
- Julius D., Máshayekni A. (1990), *The Economics of Natural Gas: Pricing, Planning and Policy*, Oxford University Press, Oxford.
- Littlechild S. C. (1999), "Presentation to Adam Smith Institute", *Privatization, Competition and Regulation in the Brithish Electricity Industry*. Londres.
- Mansell R. L., Church J. R. (1995), *Traditional and Incentive Regulation: Applications to Natural Gas Pipelines in Canada*, The Van Horne Institute. Calgary.
- Martínez E. L. (1997), *Manual de derecho administrativo*, Publicaciones UCV, Caracas.

- Meyers, M. K., Lindemer, T. R., Robinson (1999), *Btu Price Compression: The Growing Light Hydrocarbon Interfuel Competition*, CERA Private Report, Cambridge.
- Mommer B. (1994), "Presentation to Latin American Perspectives", *A Structural Analysis of an Oil Economy Using Input – Output and Social Accounting Matrixes*, Oxford.
- Oil&Gas Journal Latinoamérica (1999), *IEA: Argentina aún debe salvar obstáculos para completar la reforma de su sector del gas natural*, Mayo – Junio, Vol.5, No.3.
- Petrostrategies (1999), *Uk Takes Steps Aimed at Creating a New Gas Market*, The World Energy Weekly, Volumen 13, No. 621, Londres.
- Rosales R. (1996), "Los servicios públicos: ¿Para ciudadanos clientes o usuarios?", *Servicios Públicos: Clave para el Bienestar*, Ediciones IESA.
- Salas G. (1969), *Petróleo*, Monte Ávila Editores, Caracas.
- Sturm F, J. (1997), *Trading Natural Gas*, Penwell Books, Tulsa.

Indicadores

INGRESO PER CÁPITA EN VENEZUELA. AÑOS 1968-1999

INTRODUCCIÓN

Se realiza un breve análisis de la evolución del ingreso per cápita en Venezuela en un lapso de 31 años, con los valores que emite el BCV respecto a la variable producto interno bruto (PIB) en términos reales y nominales, además de los datos existentes sobre la población anual, para determinar la cantidad de producto generado en el país correspondiente a cada habitante.

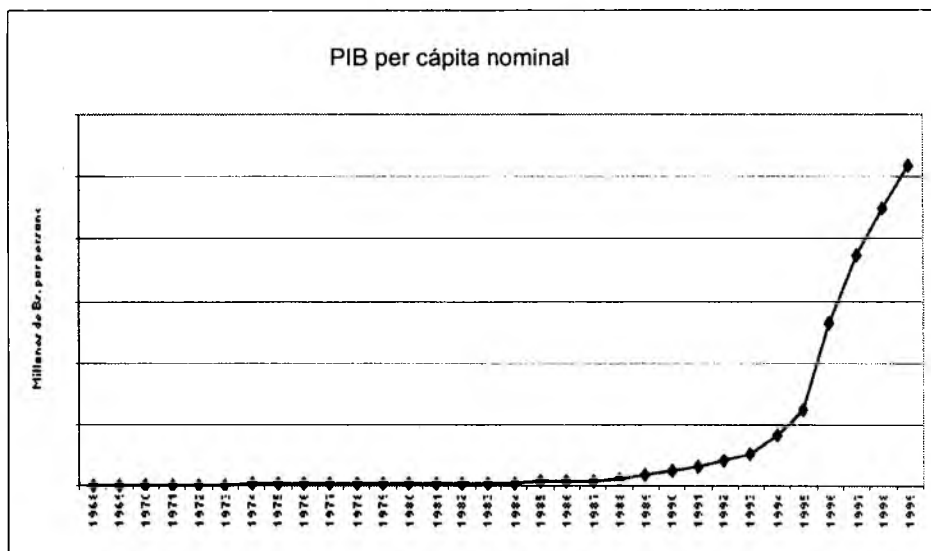
El indicador PIB per cápita no es el más apropiado para explicar las complejidades inherentes al tema de la distribución del ingreso, pues no logra determinar cómo se distribuye el producto generado, entre los habitantes pertenecientes a estratos sociales distintos y en la variedad de espacios territoriales dentro del mismo país. Sin embargo, el PIB per cápita como indicador nos puede señalar tendencias de crecimiento económico importantes, así como también permite diagnosticar problemas de recesión económica en escenarios de inflación (PIB per cápita real), que posteriormente resultan útiles para abordar indicadores de mayor complejidad.

PIB PER CÁPITA NOMINAL

El PIB per cápita en Venezuela durante los años 68- 99 mostró un crecimiento lento hasta 1990, año en el cual la evolución del indicador empezó a hacerse significativa, hasta lograr en el último año el valor máximo. El PIB per cápita nominal muestra en este caso una tendencia creciente, porque no considera los efectos negativos de la inflación.

Años	<i>PIB nominal</i>	<i>Población</i>	<i>PIB per cápita</i>
	Miles de millones de bolívars	Millones de personas	Millones de bolívars por persona
1968	54,580	10,051,600	0.0054
1969	55,994	10,395,953	0.0054
1970	62,884	10,762,456	0.0058
1971	69,068	11,150,565	0.0062
1972	74,340	11,556,552	0.0064
1973	88,544	11,941,601	0.0074
1974	135,661	12,373,163	0.0110
1975	142,749	12,816,480	0.0111
1976	163,305	13,241,687	0.0123
1977	188,207	13,714,164	0.0137
1978	204,349	14,184,146	0.0144
1979	251,099	14,671,605	0.0171
1980	307,262	15,137,492	0.0203
1981	344,741	15,593,370	0.0221
1982	352,066	16,059,553	0.0219
1983	351,128	16,500,459	0.0213
1984	420,072	16,966,290	0.0248
1985	464,741	17,424,684	0.0267
1986	489,172	17,899,424	0.0273
1987	696,241	18,388,816	0.0379
1988	873,283	18,881,764	0.0463
1989	1,510,361	19,368,894	0.0780
1990	2,279,261	19,848,090	0.1148
1991	3,037,492	19,890,092	0.1527
1992	4,131,483	20,351,600	0.2030
1993	5,453,903	20,814,100	0.2620
1994	8,632,210	21,385,300	0.4037
1995	13,504,162	21,852,000	0.6180
1996	29,333,029	22,315,597	1.3145
1997	42,744,455	22,784,025	1.8761
1998	52,030,300	23,246,657	2.2382
1999	61,529,405	23,706,711	2.5954

Fuente: Informes anuales del BCV. Cálculos propios.

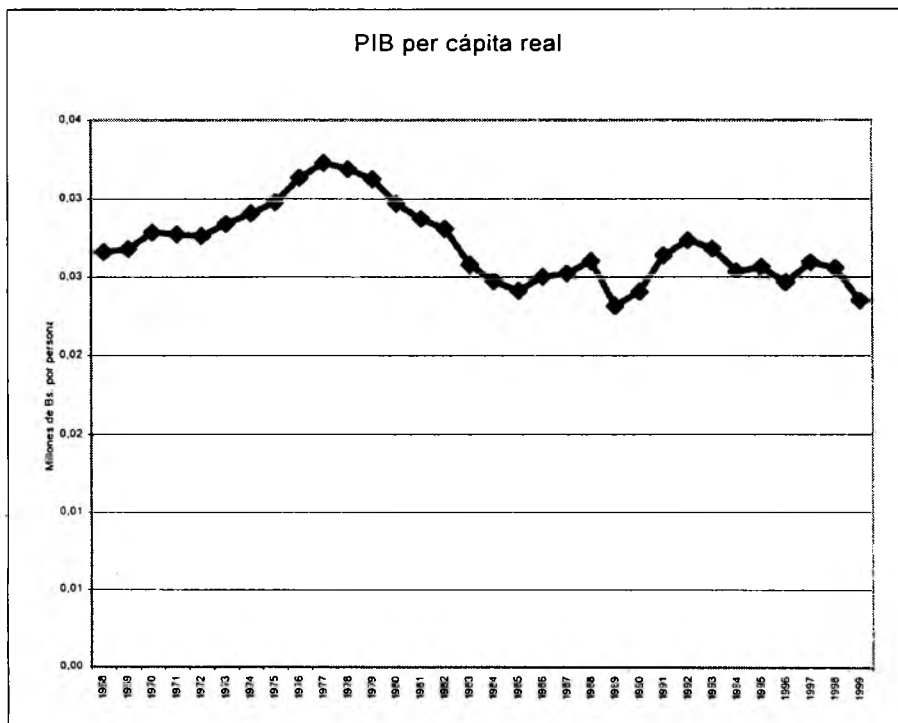


PIB PER CÁPITA REAL

El PIB per cápita real en Venezuela durante los años 68- 99 mostró un crecimiento cíclico en todo el período en estudio, que responde entre otras cosas, a las constantes oscilaciones en el mercado petrolero. El PIB per cápita en términos reales, tuvo un valor máximo en 1977 (por estar influida la década de los 70 por la bonanza petrolera) y a partir de 1978 los valores del indicador empiezan a caer sistemáticamente hasta 1985. La década de los 80 estuvo determinada por la crisis de la deuda, el comportamiento del mercado cambiario, la inestabilidad de precios de consumo, y la pérdida de bienestar en los habitantes, que se vio reflejada ampliamente en nuestro indicador deflactado por los efectos inflacionarios. A partir de 1985 el PIB per cápita mostró una tendencia a moverse muy cerca de un valor promedio. En los primeros años de la década de los 70 el ingreso per cápita tuvo un crecimiento casi explosivo, los últimos dos años de los 70 y la mitad de los 80 el ingreso per cápita atravesó una fase de crisis económica; y a mediados de los 80 y toda la década de los 90 el indicador reflejó una prolongada etapa de estancamiento económico o recesión, en la que aún se encuentra.

Años	<i>PIB real</i>	<i>Población</i>	<i>PIB per cápita real</i>
	M. de Millones de bolívars. Año 84	Millones de personas	Millones de bolívars por persona
1968	267,560	10,051,600	0.0266
1969	278,716	10,395,953	0.0268
1970	300,025	10,762,456	0.0279
1971	309,238	11,150,565	0.0277
1972	319,311	11,556,552	0.0276
1973	339,286	11,941,601	0.0284
1974	359,858	12,373,163	0.0291
1975	381,693	12,816,480	0.0298
1976	415,173	13,241,687	0.0314
1977	443,081	13,714,164	0.0323
1978	452,556	14,184,146	0.0319
1979	458,598	14,671,605	0.0313
1980	449,481	15,137,492	0.0297
1981	448,123	15,593,370	0.0287
1982	451,180	16,059,553	0.0281
1983	425,837	16,500,459	0.0258
1984	420,072	16,966,290	0.0248
1985	420,884	17,424,684	0.0242
1986	448,285	17,899,424	0.0250
1987	464,341	18,388,816	0.0253
1988	491,372	18,881,764	0.0260
1989	449,262	19,368,894	0.0232
1990	478,320	19,848,090	0.0241
1991	524,860	19,890,092	0.0264
1992	556,669	20,351,600	0.0274
1993	558,202	20,814,100	0.0268
1994	542,794	21,385,300	0.0254
1995	560,583	21,852,000	0.0257
1996	551,593	22,315,597	0.0247
1997	591,349	22,784,025	0.0260
1998	594,866	23,246,657	0.0256
1999	557,777	23,706,711	0.0235

Fuente: Informes anuales del BCV. Cálculos propios.

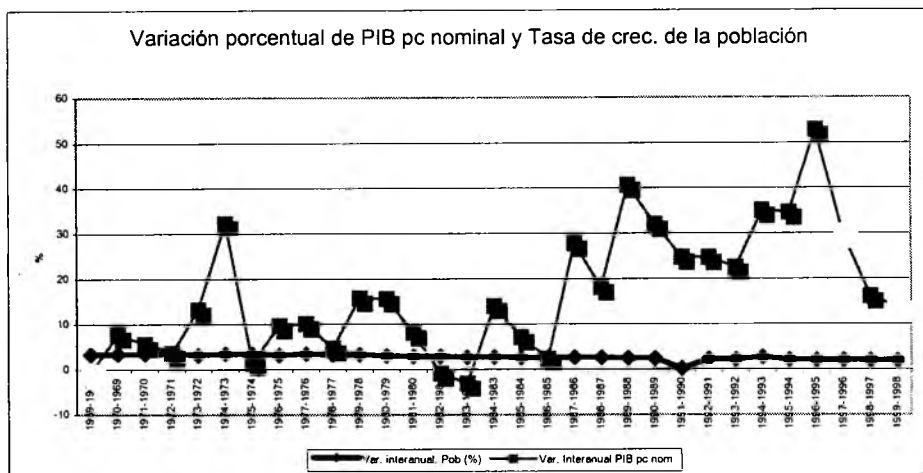


EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA NOMINAL Y TASA DE CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN

La tasa de crecimiento de la población durante los 31 años considerados ha sido casi constante, de manera que en el gráfico se obtuvo una línea con valores cercanos al origen y apenas con un ligero quiebre entre 1990 y 1991. Por otra parte, el PIB per cápita nominal mostró todo el periodo un movimiento cíclico pronunciado que se colocó casi todos los años por encima de la tasa de crecimiento de la población. Sólo entre 1982 y 1983, éste último influido por la crisis de la deuda, la variación interanual del PIB per cápita se ubicó por debajo de la variación de la población.

Años	Var. interanual. Pob (%)	Var. Interanual PIB pc nom
1969-1968	3.3124	-0.8141
1970-1969	3.4054	7.8175
1971-1970	3.4806	5.6702
1972-1971	3.5130	3.7090
1973-1972	3.2244	13.2444
1974-1973	3.4879	32.3727
1975-1974	3.4590	1.5604
1976-1975	3.2111	9.6874
1977-1976	3.4452	10.1352
1978-1977	3.3134	4.7430
1979-1978	3.3225	15.8213
1980-1979	3.0777	15.6835
1981-1980	2.9235	8.1875
1982-1981	2.9028	-0.8468
1983-1982	2.6721	-3.0199
1984-1983	2.7456	14.0526
1985-1984	2.6307	7.1695
1986-1985	2.6523	2.4059
1987-1986	2.6614	27.8200
1988-1987	2.6107	18.1359
1989-1988	2.5150	40.6888
1990-1989	2.4143	32.0952
1991-1990	0.2112	24.8036
1992-1991	2.2677	24.7735
1993-1992	2.2221	22.5257
1994-1993	2.6710	35.0853
1995-1994	2.1357	34.6824
1996-1995	2.0775	52.9859
1997-1996	2.0559	29.9353
1998-1997	1.9901	16.1789
1999-1998	1.9406	13.7648

Fuente: Informes anuales del BCV. Cálculos propios.



EVOLUCIÓN DEL PIB PER CÁPITA REAL Y TASA DE CRECIMIENTO DE LA POBLACIÓN

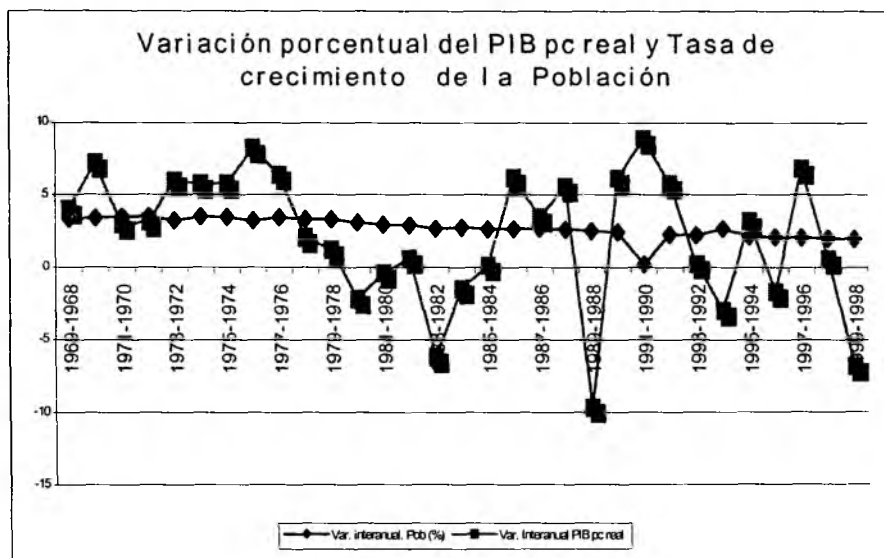
La tasa de crecimiento de población ha mantenido un ritmo casi homogéneo durante todo el periodo considerado, con una importante caída entre los años 1990 y 1991. El PIB per cápita deflactado mostró durante 31 años un comportamiento cíclico pronunciado, de manera que la curva de crecimiento de PIB per cápita se colocó en muchos años por debajo de la curva de crecimiento de la población, como reflejo del profundo impacto del proceso inflacionario incesante que ha atravesado el país entre los años 71-72, 79-80, 88-89, 93-94, 95-96 y 97-98. La inestabilidad mostrada por el PIB per cápita real en Venezuela ha afectado negativamente el bienestar económico de la población, provocando entre otras cosas, caídas abruptas en el nivel de consumo y ahorro de los agentes del sistema.

Los años de mayor bienestar de la población de acuerdo al crecimiento del PIB per cápita fueron: 75-76 y 90-91. En los años 75-76, correspondientes a la bonanza petrolera, el nivel de bienestar de los habitantes del país fue altamente significativo, pero en 1976 empezó a decaer progresivamente. Por otra parte, en los años 90-91 la variación interanual del PIB per cápita fue alta ante una caída para el mismo periodo en la tasa de crecimiento de la población (una mayor cantidad de producto por habitante, para una población que crece más lento).

Entre los años 98-97 y 99-98 la caída de la tasa de crecimiento del PIB per cápita real por debajo de la tasa de crecimiento de la población fue abrupto.

En toda la década de los sesenta, la población creció a una tasa constante, pero el PIB per cápita real mostró variaciones pronunciadas - entre 1970 y 1972, así como entre 1977 y 1979, las variaciones anuales del PIB real por habitante, estuvieron por debajo del crecimiento poblacional -, debido a fuertes caídas en los niveles de precios petroleros.

La década de los ochenta reflejó una pequeña desaceleración en la tasa de crecimiento de la población, ante pronunciadas caídas en la variación interanual del PIB por habitante - nos encontramos en los años de crisis en Balanza de Pagos -. Entre 1985 y 1987 la variación interanual del PIB per cápita es de signo positivo, hasta 1989 - año en que la variación vuelve a ser negativa, dada la grave situación de crecimiento del producto, que enfrentó la economía venezolana en un escenario signado por el fracaso en la aceptación de las medidas neoliberales aplicadas-. Entre 1992 y 1994, como antecedente a la crisis financiera, la tasa de variación del PIB per cápita volvió a caer por debajo de la tasa de crecimiento de la población. Entre 1997 y 1999 se mantuvo esta tendencia, siendo el año 1999 uno de los años donde se refleja con mayor crudeza, el impacto de la caída del ingreso por habitante sobre la tasa de crecimiento de la población - una de las más bajas en todo el periodo en estudio-.



<i>Años</i>	<i>Var. interanual. Pob (%)</i>	<i>Var. Interanual PIB pc real</i>
1969-1968	3.3124	0.7139
1970-1969	3.4054	3.8274
1971-1970	3.4806	-0.5194
1972-1971	3.5130	-0.3715
1973-1972	3.2244	2.7517
1974-1973	3.4879	2.3094
1975-1974	3.4590	2.3426
1976-1975	3.2111	5.0140
1977-1976	3.4452	2.9553
1978-1977	3.3134	-1.2616
1979-1978	3.3225	-2.0739
1980-1979	3.0777	-5.2682
1981-1980	2.9235	-3.3238
1982-1981	2.9028	-2.2918
1983-1982	2.6721	-8.8602
1984-1983	2.7456	-4.2343
1985-1984	2.6307	-2.5037
1986-1985	2.6523	3.5544
1987-1986	2.6614	0.8182
1988-1987	2.6107	2.9679
1989-1988	2.5150	-12.1949
1990-1989	2.4143	3.7513
1991-1990	0.2112	8.6743
1992-1991	2.2677	3.5265
1993-1992	2.2221	-1.9917
1994-1993	2.6710	-5.6608
1995-1994	2.1357	1.0602
1996-1995	2.0775	-3.7859
1997-1996	2.0559	4.7649
1998-1997	1.9901	-1.4273
1999-1998	1.9406	-8.7600

Fuente: Informes anuales del BCV. Cálculos propios.

UTILIDADES NETAS DEL BANCO CENTRAL DE VENEZUELA (Segundo semestre de 1999, primer semestre del 2000)

En el primer semestre del año en curso, el Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica (FIEM) recibió una cantidad de recursos equivalente a 2,5 millardos de bolívares. La Ley que regula el funcionamiento del FIEM, obliga a que el 50% de los ingresos provenientes del petróleo —a un precio por barril por encima de los 9 dólares— se dirijan al Fondo.

Por otra parte, las reservas internacionales en este primer semestre del año cayeron sólo 0,5% por debajo del semestre anterior. Del destino de las reservas, fueron las inversiones en divisas las que cayeron en una proporción mayor con respecto al año pasado (un 10%).

El escenario de bonanza petrolera sobre el que se encuentra la economía venezolana, se halla neutralizado por la caída en la tasa de crecimiento del stock de reservas, que deviene entre otras cosas de la agudeza de la fuga de capitales en el país.

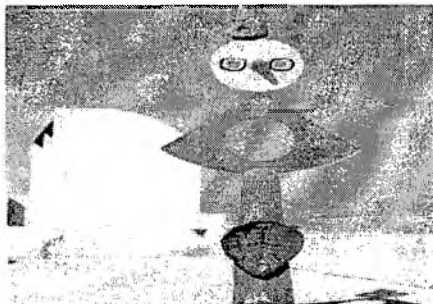
Las cuentas por cobrar del BCV con otros bancos latinoamericanos, por motivo de los esquemas de financiamiento que contempla la Asociación Latinoamericana de Integración, se han contraído.

	<i>Reservas internacionales (millardos de US \$)</i>	<i>Inversiones en divisas (millardos de US \$)</i>	<i>Activos en divisas (millones de US \$)</i>	<i>Pasivos en moneda nacional (millardos de Bs)</i>
Segundo semestre 1999	15,16	10,63	374	459,99
Primer semestre 2000	15,09	9,13	217	461,31

Fuente: El Nacional, octubre 2000.

Elaborado por: Karelys Abarca Cadevilla

Documentos y reseñas



TEORÍA DE LOS ESPEJISMOS

"Manual para Fracasar con Éxito", dénese cuenta, como si el fracaso no fuera un fracaso como quiere que se realice. ¿O será que también las desgracias deberían ser exitosas? Habría que preguntarle al autor del libraco este, que aclare si se está refiriendo, oblicuamente, a esta época en la que si te acusan de perdedor te conviertes en paria. De ser así, *El Príncipe de las Derrotas* sería buen título para un libro vendible, aun cuando incluso con el nombre que tiene ya no se consigue en ninguna parte, ni siquiera en la librería del Portugués, y la gente de Internet, si te contesta, dicen que jamás fue editado. Y para colmo, es anónimo; pero la persona que lo haya escrito, dice que los espejismos no son fenómenos naturales sino alteraciones de la brújula sin la indispensable relación causal, y no sólo eso, sino que te conducen como si te empujaran a un cuadrante

donde es inevitable ver el sinsentido de todo lo existente.

Lees y relees, deben ser sandeces, piensas, y en vez de cerrar el libro en nombre del sentido común, con el oculto designio de espantar a los policías de la esquina, o quizá tan sólo para fanfarronear ante la vecina que tanto te gusta, no sólo sigues leyendo sino que aceptas esas necedades metafísicas sin tomar en cuenta que a lo peor estás violando algún artículo de la constitución democrática, fundamento del orden social, que impone la objetividad y la cordura rebautizada como tolerancia.

Encendieron cigarrillos. Miraban de aquí para allá, explorando nada. ¿A quién se le ocurre llamarlo "Manual para Fracasar con Éxito"? Inoportuna la pregunta. Muy insulsa habida cuenta que quienquiera que haya escrito ese libro quería únicamente llamar la atención, como si dijese, miren que bien escribo. Por eso incluye su *curriculum vitae* como si fuera un secreto eso de que en el curriculum se pone cualquier cosa, como eso de que se trata del publicable, dando a entender que hay otro, el que no se lo cuenta a nadie porque es el historial secreto, acaso el más interesante, pero asimismo el más oscuro como la cara oscura de la luna.

Y se pinta de autosuficiente, como los navegantes que deben ser capaces de inventar soluciones para los problemas que se presenten. O si no, morir. Nada de especializaciones, pero lo mismo, como si fuese profesional en cualquier cosa,

como si el significado de profesión fuera sólo el de prodigio. O sólo profesor. O sólo profesar. Y como para justificarse, fuera de contexto, dice que *es infinita la capacidad humana para desempeñar cualquier actividad de acuerdo a las circunstancias. Mata el que jamás pensó hacerlo. Traiciona el leal a toda prueba. Y hubo soldados, no sólo de la II Guerra Mundial, que llevaban en sus mochilas, para comerse poco a poco, los glúteos de sus camaradas muertos en el campo de batalla; sus brazos y piernas. Esto lo cuenta Curcio Malaparte en su Kaputt. Además pide que se que se entreviste a los torturadores de profesión: son padres cariñosos, exquisitos melómanos, muy galantes con las mujeres que enamoran. Especializaciones como la de cardiólogo, plomero o ingeniero hidráulico, sólo confirman la multiplicidad de las profesiones.*

Y con cierta jactancia se embelesa en el relato de los varios oficios que ha desempeñado, como por ejemplo, 1) Buscador de oro. 2) Cazador de tiburones en las Islas Galápagos. 3) Guerrillero en varios países de América Latina.

Ya se sabe. Todo el mundo lo sabe, pero él insiste en que jamás, en todas esas andanzas, dio con lo que buscaba. ¿Mala suerte? ¿Falta de profesionalismo? Mil veces no. La causa eficiente radica en que no hay causa eficiente, y la realidad no sólo es esta mujer desdeñosa, ese pozo de petróleo, o aquellos viejos tiempos, sino también los símbolos

en los que se cree, así como las subjetividades que sustentan la teoría de los espejismos, teniendo en cuenta, no sólo por cortesía con Heidegger, eso de que *lo suprasensible soporta y determina lo sensible*. Suprasensible viene a ser lo que no se ve, formas concienenciales que modelan el comportamiento, algo así como el alfabeto de los conceptos. Y esos conceptos actúan como si lo hicieran intencionalmente, tal como lo creían los hilozoístas con respecto a las fuerzas de la naturaleza. Fuerzas enormes, tómesese nota, completamente invisibles, que funcionan como lentes rosados, verdes o negros, de disminución o de aumento, a través de los cuales ves el mundo. Y las situaciones se presentan como si fuesen inmodificables. Es posible que a eso se debe que reciben el curioso nombre de *los espejismos*.

¿Espejismos? Bueno, ése es uno de los nombres de una extensa familia de conceptos, como por ejemplo mito, historia, poesía, eldorado, ilusiones, esperanzas, metáforas y la lotería. Todos ellos se engloban en la categoría universal de utopía que en sentido estricto significa lo posible imposible. Se trata de realidades que se desvanecen cuando las tocas, pero que te atraen con mucha fuerza, ésa de los imanes. Además, los espejismos son verbales y visuales. Tanto los unos como los otros transforman la subjetividad en objetividad alterando severamente el concepto de verdad,

vale decir la percepción del mundo, hasta el punto de que si te dicen ¡cuidado!, preventivamente, desoyes a la razón, a la intuición, al instinto de conservación, a lo que sea, y avances como si nada, hacia el abismo que confundiste con el parque donde tenías una cita con esa mujer, la de los altísimos quilates.

Y luego, chaca-que-chaca, más dice: *Esa es la razón por la cual quien adolece de espejismos se guía por lo que brilla. Oye chinchines en los discursos de máscara y cuchillo. Cree que las chanzas son una melodía cuando cantan las sirenas en idioma submarino.*

Chascos rotundos, vea. Tan extenuantes.

Y como las teorías que se respetan forman parte de una ley, el autor de la Teoría de los Espejismos toma prestado el principio de incertidumbre, el de Heisenberg, y dice que de ahí deduce las siguientes conclusiones:

El oro no es la riqueza. Tal creencia determinó el hundimiento del imperio español.

Las sirenas no viven en los arrecifes donde naufragan los barcos sino en un lugar mucho más peligroso, que es la mente de los navegantes.

Cuando en 1918 el poeta Vladimir Maiakovsky, en el curso de la revolución bolchevique, dijo "tiene la palabra el camarada Máuser", no se refería a la felicidad sino a la marca de un fusil.

No obstante, los espejismos son fuerzas invisibles que te hacen caminar en el desierto hacia lo que crees que es un oasis.

Estas son las categorías fundamentales de la teoría de los espejismos, más dice. Y como si fuese de su propia cosecha, reitera: Categoría significa "síntesis de múltiples determinaciones. Unidad de lo diverso". Y cuando crees que ya se acabó el libro, a la vuelta de la página puntualiza lo que sigue: *Forma parte de la Teoría de los Espejismos, "El Espejo Roto", escrito en 1932 por César Vallejo.*

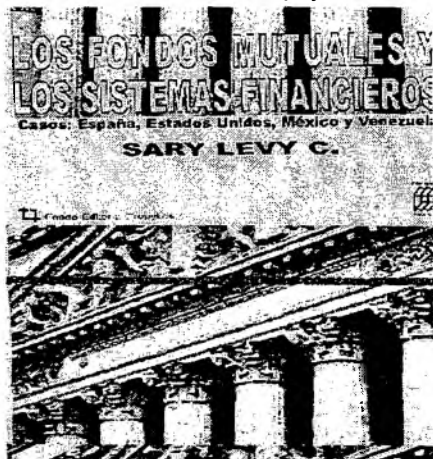
La tecnología de penetrar dentro del espejo, inventada por Alicia, la del País de las Maravillas.

También la expresión "el mar está como un espejo".

Esta visión, que en sentido estricto ya no es espejismo sino sirenismo, determina que leves anclas y te vayas en tu barquito hacia lo desconocido, incurriendo en lo que el Código Penal denomina abuso de confianza, porque ignoras, o haces caso omiso, de que las grandes tempestades están precedidas de eso que los marineros llaman calma chicha.

Y en una nota final denominada "Otra vez los Espejismos", anota que se debe tener en cuenta a las dudas. Son el sustento de lo sabible, dice. Pero no sólo sustento, soporte o piedra sillar, sino también derrumbe debido a que dudar significa no estar seguro de nada, navegar de aquí para allá en busca de alguna orilla. Nótese que se está definiendo el navegar como la búsqueda de alguna orilla, lo cual significa que "son los hombres los que hacen que cambien las circunstancias", pero para transformarlas pri-

mero tienen que imaginarlas, sin olvidar ni la música ni la letra de esta mi Teoría de los Espejismos.



Levy C., Sary (1999) **Los Fondos Mutuales Ante Diversos Sistemas Financieros. Casos: España, Estados Unidos, México y Venezuela.** CEAP-UCV y Fondo Editorial Tropykos, Caracas, Venezuela. 180pp.

La incertidumbre que caracteriza el entorno económico mundial tiene su mayor expresión en el área financiera. La creciente interrelación de los mercados financieros internacionales puede ser entendida a partir del avance de la tecnología de la comunicación, de la reducción de los márgenes de la intermediación bancaria, la creciente innovación financiera, la tendencia general a la desregulación de los flujos comerciales y de capital. A la par de esta situación, se presenta un cambio en el peso relativo de las diferentes

instituciones. Se observa una importante reducción de la importancia de la banca comercial con respecto a la banca de inversión y a la aparición de un conjunto de instituciones e instrumentos que cada vez se adaptan a las necesidades de los nuevos clientes, los cuales tienden a preferir proveedores especializados dada su mayor calidad frente a los proporcionados por intermediarios tradicionales. Entre las nuevas instituciones aparecidas en las últimas décadas, tenemos a los Fondos Mutuales.

En este sentido, la obra de la Prof. Sary Levy C., *Los Fondos Mutuales ante diversos Sistemas Financieros* analiza el comportamiento de esta institución de inversión colectiva ante estructuras financieras tan disímiles como son la de España, México, Estados Unidos de América y Venezuela durante el período 1980-1992, para evaluar la evolución y el impacto de dichos instrumentos en la inversión, la concentración de capitales y el mercado de capitales.

Este trabajo permitió a la autora, el título de Magister Scientiarum en Economía Internacional otorgado por la Universidad Central de Venezuela en 1994, mereciendo mención publicación, así como su ascenso al escalafón de Asistente (1997) en esta misma institución en la que es docente.

ABSTRACTS - RESÚMENES

¿Por qué los Países Flotan de la Manera Como Flotan?

Ricardo Hausmann, Ugo Panizza and Ernesto Stein

Los países clasificados por tener sistemas de tipo de cambio flotantes (o bandas muy anchas) ostentan patrones de conducta notablemente diferentes. Mantienen niveles de reservas internacionales muy distintos, y permiten volatilidades muy diferentes en lo que se refiere a la tasa de cambio, si se les compara con aquellas que toleran para el nivel de reservas o las tasas de interés. El trabajo documenta estas diferencias y ofrece un modelo que las explica como la respuesta óptima de un Banco Central que intenta minimizar una función de perdida normal, dentro de un ambiente marcado por empresas con restricción de crédito y mercados incompletos los cuales limitan su capacidad de evitar los desajustes (o desigualdades) cambiarios. Este modelo sugiere que las diferencias en el patron de flotacion se relacionan con las discrepancias en los mecanismos de transmision de los niveles cambiarios y la habilidad de evitar las desajustes cambiarios. Las pruebas señalan una relación muy fuerte y robusta entre el patron de flotacion y la habilidad de un país de pedir prestado internacionalmente en su propia moneda. La evidencia es menos convincente al relacionar tipo cambio y manejo monetario.

Palabras claves: Tasa de Cambio, Mercados Emergentes, Dolarización.

Bank Systems and Globalization. Venezuela Experiencie

Sary Levy carciente

The following paper discusses the group of transformations of the financial systems as a result of the globalization processes to evidence the challenges for less developed countries of being syntonized with these changes. It is made special mention to the Venezuelan experience.

Key words: Financial Macroeconomics, Financial System, Banking System, Financial Globalization, Venezuela.

Vulnerability in the Face of Exchange Rate Changes: the Venezuelan Case

Humberto García Larralde

The present article explores the reasons that might explain the vulnerability of the Venezuelan economy to exchange rate crises, either by contagion or self caused. For this purpose the paper takes a brief look at some theoretical aspects that explain these crises as the result of desarrangements in economic fundamentals. Likewise, it reviews some recent studies that try to explain the reasons of contagion of exchange rate crises among different countries. This theoretical survey is then illustrated with a brief summary of the Mexican and Argentinean crises of 1994/95 and of the more recent East Asian crisis of 1997/1998. Excessive exposure to foreign short term capital investment strikes out as a common factor in these cases, albeit due to different causations. An assessment is then made to see if Venezuela fits in with these experiences, only to discover that the bolívar is overvalued due to oil rents, not to foreign investments, and that the Venezuelan economy is much less exposed to short term capital flight and has a stronger backing of monetary aggregates in foreign reserves than other Latin American countries of similar or greater size. The article concludes that the vulnerability of the Venezuelan economy to a possible exchange rate crisis depends basically on the collapse in oil prices, which triggers domestic capital flight rather than of indirect foreign investment. It also argues that implementation of orthodox macroeconomic policies has very much to do, in this respect, with recent capital account deficits.

Key Words: Crises Exchange, Venezuelan.

On monetary policy in a small, open economy, with special reference to Venezuela.

Luis Mata Molleja

The predominant weight of private financial circuits (titles and credit) over the public circuits (Central Banks and IMF), together with the consequences of globalization in the real economy (transnationalization of production and labor exclusion), inevitably mean that speculation is an inherent characteristic of the system. This, in turn, means that financial crises are contagious (balance of payments interruptions and lack of credibility in the monetary system) and seriously limits the capacity for corrective actions on the part of the monetary authorities created in Bretton Woods. Faced with this situation, the author outlines the new role of the Central Bank in a small, open economy such as the Venezuelan.

Key Words: Monetary Policy, New Central Bank, Globalization, Preventive Financial Adjustments.

Convergence, a Common Currency and Dollarization: Quo Vadis?

Armando León

The discussion over convergence toward a common currency and dollarization has passed from the stage of simple academic debate and is now on the agenda of those responsible for public policies. The central issue is the exchange system because of the necessity of compatibilizing monetary aggregates with a view to achieving convergence at a macroeconomic level. In Latin America, the debate is polarized in terms of two alternatives: either the creation of a common currency for the region or the adoption of the dollar (whether unilaterally or on terms negotiated with the United States). This article sums up the actual state of the discussion and suggests some of its implications.

Key Words: Financial Globalization, Common Currency, Dollarization, Latin America.

Crónica de una crisis financiera latinoamericana: el caso venezolano, 1994-1995

Leonardo V. Vera

Entre los años 1994 y 1995 el sector financiero en Venezuela experimentó una drástica crisis que eventualmente arrasó que la mitad de la industria bancaria, creó una ola de quiebras en el sector real, distorsionó las finanzas públicas (en la medida que el gobierno asistió a los bancos con problemas), y generó una severa crisis de balanza de pagos. Este trabajo detalla los eventos que precipitaron la crisis financiera y examina la manera en que se fraguaron los problemas. El trabajo bosqueja además los factores que causaron y precipitaron el colapso financiero. Estos se resumen en tres grandes categorías: el contexto macroeconómico, el ambiente institucional, y la orientación de política. La experiencia venezolana demuestra que la presumida coherencia entre las reformas ortodoxas y la liberalización financiera no debe ser exagerada. Si las reformas generan en si mismas inestabilidad macroeconómica y son implementadas sin debido cuidado por el frágil contexto institucional las peligrosas tendencias en las operaciones de los bancos, los resultados pueden ser contraproducentes.

Palabras Claves: Crisis Financiera, America Latina, Venezuela.

Capital Especulativo Parasitario, Capital Ficticio y Crisis en Brasil

Paulo Nakatani

Este trabajo describe la relación entre el capital monetario y capital real en la crisis decencadenada al final de los 90 y sus implicaciones en la economía brasilera. Defiende la idea de que la forma de inserción de Brasil en el sistema mundial agrava sus vulnerabilidad externa, principalmente en relación a los flujos de capital especulativos parasitarios. Las medidas de política económica implantadas por el gobierno brasilero en especial aquellas dictadas por el Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Brasil, ampliaron la dependencia y la subordinación de la economía brasilera de los intereses del capital especulativo agravando más la condición de vida de su población.

Palabras claves: Economía Real, Economía Monetaria, Mundialización Económica, Dependencia, Crisis Económica, Capital ficticio, Capital Especulativo, Brasil.

Parasitic, Speculative Capital, Fictitious Capital and Crisis in Brazil

Paulo Nakatani

This article analyzes the relationship between monetary and real capital during the late nineties' economic crisis in Brazil. It argues that the characteristics of Brazil's insertion in the world economy aggravates her external vulnerability, mainly in relation to the parasitic, speculative capital flows. The economic measures implemented by the Brazilian government, and especially those of the Finance Ministry and the Central Bank, increased the economy's dependence on, and subordination to, the interests of this speculative capital, aggravating even more the living conditions of the country's population.

Key Words: Real Economy, Monetary Economy, Dependence, Economic Crisis, Speculative Capital, Brazil.

Private Saving in Venezuela, 1968-1994: an Interpretation of the Empirical Evidence

Carlos J. Peña

After achieving high levels of growth in the period 1968-1977, private saving in Venezuela during the nineties experienced a marked tendency to stagnate. This circumstance appears to be related to the uncertainty associated with rising prices and the marked variability of the exchange rate. As a result, the article argues that private saving demonstrates a slow process of adjustment toward a

long-term equilibrium. The author underlines the necessity of private saving and its dependence on the correction of macroeconomic disequilibria.

Key Words: Private Saving, Venezuela.

Globalization and Global Firms

Edna Esteves

This article analyzes one of the most important aspects of globalization, with special reference to Latin America: the new character of center-periphery relations as defined by the 'global firms'. It examines the complementary roles of transnational firms, mega-firms, small, medium and 'mini' firms in certain productive financial and service activities. Despite the illusion which is fomented of belonging to the 'first' world, this new strategy responds to the current global strategy of the transnationals and the developed countries.

Key Words: Globalization, Transnational Firms, Mega-Firms, Micro-Firms, Latin America.

Implications of the Inflationary Context for the Venezuelan Manufacturing Sector

Angel García, Shakyra Plaza

This article examines, for the period 1968-1997, the way in which persistent inflationary pressures affect investment decisions in the Venezuelan manufacturing sector. The results confirm the impression that financial restraints tend to contribute to the stagnation of the sector: inflation contributes to high interest rates and restricts the demand for credit and, together with the constant devaluation of the national currency, are a disincentive for investment.

Key Words: Manufacturing Sector, Inflation, Investments, Venezuela.

Analysis of the Incidence of Direct Taxes in the Overall Tax Structure in Venezuela, 1988-1997.

Tatiana Y. Lamanna C.

This article offers an analysis of the incidence of the changes introduced in the Venezuelan tax system since 1989 in terms of their redistributive effects. Two

scenarios were compared: that of 1988 (the year before the 1989 reform) and the period between 1994 and 1997. The instruments used were the Suits Index of Progressiveness, the rate of effective taxation (or individual tax pressure) and the Gini Coefficient. The results indicate that in 1994 the system was regressive, although less so than in 1988, and that in 1997 it was marginally progressive. Nevertheless, using an alternative scenario (so-called because the author compares the direct tax systems but using the income distribution corresponding to 1988, with a view to isolating a possible modification of the income distribution) it is argued that the tax reforms reduced the degree of regressiveness, although without achieving a progressive redistribution.

Key Words: Tax Incidence, Direct Taxes, Venezuela.

Gas Prospects and Its Regulations in Venezuela

Ivan Orellana

This article analyzes the prospects of the gas sector in Venezuela, as a result of the new Organic Law on Gas Derived from Hydrocarbons. The first section introduces the reader to the relevant technical language and to the international and national characteristics of the sector. It analyzes the evolution of the institutional and regulatory framework and the experience accumulated during the years of centralized regulation. The second part analyzes the variety of experiences of deregulation in the world. Finally, the author offers an analysis of the content and scope of the new law and speculates on its potential impact on the nation's economic performance.

Key Words: Gas Sector, Organic Law on Gas, Regulation Reforms, Economic Performance.

REVISTA VENEZOLANA DE ANÁLISIS DE COYUNTURA

INSTRUCCIONES PARA LA PRESENTACION DE ORIGINALES

1. Los artículos sometidos a la consideración del Comité Editorial deben ser inéditos. Se presentarán escritos en un procesador de palabras para su lectura en una computadora IBM o compatible (preferiblemente Word para Windows), con la identificación del programa utilizado. En caso de incluir gráficos o tablas preparados con otro programa, se agradece su identificación. También se requiere dos copias a doble espacio en papel tamaño carta.
2. En el texto los subtítulos así como la ubicación de cuadros o tablas deben ser claramente indicados. Cada cuadro o tabla debe presentarse en hoja aparte colocado con su debida identificación al final del texto. Las notas deben aparecer debidamente enumeradas al pie de página. Las referencias bibliográficas se incorporan al texto y entre paréntesis se coloca el apellido del autor, coma, el año de publicación, coma y página. Las referencias completas se incluyen en la bibliografía, después del texto, organizadas alfabéticamente según el apellido del autor. Las referencias bibliográficas se registran de la siguiente manera: PARA LIBROS, apellido(s), nombre(s), año de publicación (entre paréntesis), título (en cursivas), casa editora, lugar de publicación; y PARA ARTÍCULOS, apellido(s), nombre(s), año de publicación (entre paréntesis), título (entrecomillado), nombre de la revista (en cursivas), volumen, número, fecha de publicación, lugar de publicación. Ejemplo: Juan Carlos, Tedesco (1972), "Universidad y clases sociales: el caso argentino", *Revista Latinoamericana de Ciencias Políticas*, Vol. 3, No. 2, Buenos Aires. La bibliografía colocada al final del texto debe ser *exclusivamente* de referencias que aparecen en el texto.
3. La extensión de los artículos no debe exceder las 30 cuartillas, aunque el Comité Editorial podría admitir flexibilidad en caso de que el interés del tema lo amerite.
4. Los autores deberán enviar junto con sus artículos un resumen de 6 a 10 líneas del artículo y otro de 6 a 8 líneas de sus datos personales (incluyendo: (1) lugar o lugares donde está destacado, (2) breve lista de sus obras más importantes).
5. Los trabajos que el Comité Editorial considera potencialmente apropiados para su publicación serán sometidos al arbitraje de especialistas en el tema; los comentarios al respecto serán remitidos al autor junto con cualquier sugerencia de la Dirección de la Revista.
6. El Comité Editorial se reserva el derecho de aceptar o rechazar los artículos sometidos o a condicionar su aceptación a la introducción de modificaciones.
7. Los autores de los artículos publicados recibirán 3 ejemplares del número en que aparecen y separatas del artículo.

PROGRAMAS DE FINANCIAMIENTO

CONSEJO DE DESARROLLO CIENTÍFICO Y HUMANÍSTICO - UCV

EL CDCH es el organismo de planificación, coordinación y ejecución de las políticas científicas, humanísticas y tecnológicas que sustentan los programas académicos de la UCV, a través del fomento, financiamiento y promoción de la investigación, formación de recursos humanos y difusión del quehacer científico.

CREAMOS FUTURO PARA VENEZUELA garantizando la mayor participación del personal académico de la UCV en el programa de investigación e incrementando los logros y productividad del sector científico y tecnológico de nuestra máxima casa de estudios a través de nuestros programas de financiamiento:

PUBLICACIONES

- Publicaciones Periódicas
- Libros y Monografías
- Publicación de Artículos y Adquisición de Separatas
- Memorias y Pautas Publicitarias
- Ayuda Menor para Publicaciones

ACTIVIDAD DE INVESTIGACIÓN

- Proyectos (Individuales, de Grupos, de Desarrollo Tecnológico y de Transferencia Tecnológica y/o Productos de Investigación)
- Ayudas Institucionales, Ayudas Menores y Aportes Institucionales
- Reparación y Mantenimiento de Equipos
- Complemento a la Investigación y Contingencias
- Programa de Ayuda Institucional a la Investigación Clínica en Cátedras y Unidades de los Hospitales Universitarios de la UCV.

SECRETARÍA GENERAL

- Traída de Profesores del Exterior
- Subsidios Científicos-Culturales
- Fortalecimiento de las Estaciones Experimentales y a los Pregrados
- Apoyo a la Gerencia de Investigación

FORMACIÓN DE RECURSOS HUMANOS

- Becas (Sueldo, Egresados, Subvención Matrícula, Post-Doctorado, Año Sabático)
- Pago de Suplencia
- Tesis de Postgrados
- Contratación de Suplentes
- Programa de Estímulo a la Investigación - PEI

ASISTENCIA A EVENTOS CIENTÍFICOS

- Pasantías nacionales e internacionales
- Cursos Cortos nacionales e internacionales
- Eventos Científicos nacionales e internacionales



Si desea información adicional o unirse a uno que se acerque a nuestra sede en la Av. principal de La Floresta cruce con Av. José Félix Sosa. Qta. Silenia, La Floresta, Caracas
Tlfs: 284-72-22 / 284-70-77. Fax: 285-11-04. E-mail: cdchucv@telcel.net.ve



CENTRO DE DOCUMENTACION «MAX FLORES DIAZ»

El **Centro de Documentación e Información «Max Flores Díaz»**, tiene como misión atender las necesidades de información de los docentes, investigadores y estudiantes de pre y postgrado de la Universidad Central de Venezuela y en términos más amplios los intereses del área socioeconómica en el país y en el resto de la Región.

Para cumplir con la aspiración anterior, contamos con una colección de revistas, documentos no convencionales — actas, conferencias, informes, entre otros — así como obras de referencia especializadas, en los campos de interés del Centro.

SERVICIOS

En Sala. Consulta y recuperación de información en bases de datos y fuentes impresas. El Centro tiene una colección de publicaciones periódicas, que forma parte del Fondo Bibliográfico de América Latina — ciencias sociales — compartido entre ocho bibliotecas del Área Metropolitana de Caracas. A través del Boletín de índices de estas revistas y de la Red Socioeconómica (REDINSE).

Servicio de Referencia. A través de este servicio los investigadores pueden tener acceso a 35 bases de datos bibliográficas.

Búsqueda de Documentos. Localización de documentos en unidades de información del país.

Reproducción de Documentos.

CONVENIOS INTERINSTITUCIONALES

Entre los acuerdos de intercambio de productos y servicios de información están:

- FACES - Banco Central
- FACES - Oficina Central de Estadística e Informática
- FACES - Fundación de Etnomusicología y Folklore

HORARIO DE SERVICIO

LUNES A VIERNES de 8:00 a.m. a 6:00 p.m.

DIRECCION: Universidad Central de Venezuela. Facultad de Ciencias Económicas y Sociales. Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales «Rodolfo Quintero». Residencias A-1. Apartado Postal 54057. Caracas 1051a. Venezuela. **Teléfono:** 662.9521 / **Fax:** 662.9521.

Trayectorias

REVISTA DE CIENCIAS SOCIALES
UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE NUEVO LEÓN

Directora: Esthela Gutiérrez Garza

Consejo Editorial

Mario Cerutti, Enrique Florescano, Pablo González
Casanova, Sergio Elias Gutiérrez, Gilberto Guevara Niebla,
José María Infante, Lucrecia Lozano, Jorge Meléndez,
Roberto Reboloso, Manuel Ribeiro,
Humberto Salazar Herrera, René Villarreal

Año 2 Número 3 mayo-agosto de 2000

DOSSIER: La Educación Superior en México

La reforma de la educación superior. Señas del debate internacional de fin de siglo

por Roberto Rodríguez

El financiamiento de la educación superior en México

por Víctor Manuel González Romero

La universidad pública en la encrucijada

por Axel Didriksson

La formación integral de los alumnos. Un reto para las universidades mexicanas del siglo XXI

por Felipe Martínez Rizo

La semilla, la raíz y la savia: el proceso de creación de la

Universidad Autónoma Metropolitana

por Carlos Pallán

TEORÍA

Siglo XXI: Cambio social y educación

por Gilberto Guevara Niebla

ÁMBITO

Las crisis financieras en Brasil, Argentina y México

por Pierre Salama

MEMORIA VIVA

Sunkel desde dentro

entrevistado por Jesús A. Treviño

Orientaciones para colaboradores y suscriptores
de la Revista Trayectorias:

En México:

Suscripción individual: \$300.00

Suscripción institucional: \$400.00

Números sueltos: \$150.00

En el extranjero: América Latina y el Caribe:

Individual: USD \$120.00.

Institucional: USD \$150.00.

Resto del mundo: Individual: USD \$140.00.

Institucional: USD \$180.00

Avenida Alfonso Reyes No. 4000,
Monterrey, N.L., México 64440,
tels. (52 8) 329 4112 y fax: (52 8) 329 4126
E-mail: trayectorias@ccr.dsi.uanl.mx

REVISTA VENEZOLANA DE

ANALISIS DE COYUNTURA

PRECIO DE ESTE EJEMPLAR: BS. 5.000

Para contribuciones, correspondencia y pedidos dirigirse a:
Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura
Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales, FACES, UCV
Residencia 1-A, Piso 3. Ofc. 308. Ciudad Universitaria. Caracas.
Telefono (58 2) 6052561. Tele/fax: (58 2) 6052523
Apartado Postal No. 54057 Caracas 1051-A, Venezuela

CUPÓN DE SUSCRIPCIÓN

Nombre:		C.I.:
Institución:		Cargo:
Dirección:		
Ciudad:	Estado:	Zona Postal:
Número de la planilla de depósito:		

El costo de la suscripción anual es de Bs. 8.000. Para realizar la suscripción debe depositar dicho monto en la Cta. Cte. No. 1032-24829-7 del Banco Mercantil a nombre de Ingresos Propios - FACES-UCV. La planilla de depósito debe ser remitida a la sede de la revista, junto con este cupón, a través del Fax (02) 6052523



REVISTA VENEZOLANA DE ANALISIS DE COYUNTURA

Volumen VI / Nº 2
Julio-Diciembre 2000
Caracas

EDITORIAL

INDICADORES

Ingreso per cápita en Venezuela

Utilidades netas del Banco Central de Venezuela
(Segundo semestre de 1999 y primer semestre del 2000)

DOCUMENTOS Y RESEÑAS

Jorge Rivadeneyra A.: *Teoría de los espejismos*

Sary Levy C.: *Los fondos mutuales y los sistemas financieros*

ABSTRACTS

