BIBLIOTECA

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES

ESCUELA DE ECONOMÍA

TESIS
E 2002
G3

"SOSTENIBILIDAD DE LA CUENTA CORRIENTE: EL CASO VENEZUELA."

PERIODO 1980-2000

TUTOR:

Economista Germán Ríos.

Autor:

Marco A. Garwacki Z.

Caracas, Octubre 2002

INDICE

Página

INTRODUCCIÓN.....4

CAPÍTULO I: Marco teórico.....6

I.1.- Solvencia de la cuenta corriente.....7

I.1.1.-Sostenibilidad de la cuenta corriente.....8

I.2.- Condición de solvencia intertemporal.....13

I.3.-Indicadores de sostenibilidad de la cuenta corriente.....17

CAPÍTULO II: Reseña histórica de la

Situación económica venezolana, periodo1980-2000.....33

CAPÍTULO III: Desarrollo metodológico.....47

III.1.- Indicador de solvencia intertemporal.....48

III.2.- Análisis de los indicadores de sostenibilidad.....**50**

CAPÍTULO IV: Conclusiones.....**74**

BIBLIOGRAFÍA.....**77**

INTRODUCION

Se dice que el comercio de un país se encuentra balanceado cuando el pago de las importaciones igualan a las ganancias obtenidas de las exportaciones. Sin embargo los análisis empíricos de la data de diferentes países a nivel mundial, demuestran que el balance entre estos y el resto del mundo se encuentra lejos de esta situación, puesto que existe una discrepancia, ya sea negativa o positiva, en la suma de la balanza comercial, el saldo en servicios, en rentas y en las trasferencias internacionales. En términos económicos, nos referimos a esta discrepancia como el saldo en la cuenta corriente. Poniendo un ejemplo: supongamos que existe una ganancia por exportaciones superior a los costos representados por las importaciones, esto representará un saldo positivo en la balanza comercial por un periodo especifico de tiempo, para ser precisos el tiempo que dure la bonanza de las exportaciones.

En los últimos 20 años de la historia económica venezolana, el saldo en la cuenta corriente ha sido deficitario en varias ocasiones. Durante la década de los 80 el valor promedio del saldo en la cuenta corriente fue de un 2.7% del Producto Interno Bruto (PIB), llegando a alcanzar un 3.6% del PIB en la década de los 90. En el caso de Venezuela, los déficits se pueden y se encuentran relacionados a nuestra condición de exportadores de petróleo, y siendo este un producto con una volatilidad de precios

enorme, no es de extrañar que tengamos años con grandes déficits o superávits en la cuenta corriente.

Sin embargo, no todos los casos de déficits en cuenta corriente se deben exclusivamente a este hecho, algunos se han originado por situaciones políticas y sociales bastante delicadas. Por ejemplo: en los años de 1992 y 1993, el saldo en la cuenta corriente fue de -6.2% y -3.3% respectivamente, coincidiendo estos años con el del golpe de estado del comandante Hugo R. Chávez y el gobierno de transición del doctor Ramón J. Velásquez.

El objetivo de este trabajo es el de analizar la sostenibilidad de la cuenta corriente del caso Venezuela. Organizado de la siguiente forma: el capitulo I viene conformado por las definiciones teóricas de los indicadores a usar, que se entiende por solvencia, sostenibilidad y además una explicación del como se obtiene el indicador de solvencia operacional intertemporal; el capítulo II ofrece un recuento histórico; en el capítulo III pondremos en práctica los conceptos anteriormente descritos y comprobaremos si se cumple nuestra hipótesis, y en capítulo IV para finalizar, las conclusiones.

CAPÍTULO I:

MARCO TEÓRICO

DEFINICIONES TEÓRICAS.

Antes de realizar cualquier estudio debemos tener claro que se entiende por solvencia de la cuenta corriente, por sostenibilidad, en qué consiste la condición de solvencia operacional intertemporal para la cuenta corriente y la definición, junto con su respectiva explicación de por que se incluye en el análisis, de los distintos indicadores de sostenibilidad de la cuenta corriente.

I.1.- SOLVENCIA DE LA CUENTA CORRIENTE

Teóricamente, la definición de solvencia se hace en relación al valor presente neto de la restricción presupuestaria de una economía. Es decir que una economía es solvente si el valor presente neto de los beneficios futuros del comercio igualan las obligaciones que se tengan con el exterior. En el caso de las finanzas públicas, solvencia implica que el valor presente neto de los saldos positivos del presupuesto igualen a la deuda pública.

Existe un problema al momento de llevar a la práctica la definición teórica de solvencia, el hecho de que ésta dependa de eventos futuros y de decisiones políticas a los cuales no se las regula de ninguna forma. Por ejemplo, en el caso de desbalance fiscales,

si los beneficios son lo suficientemente amplios entonces cualquier sendero de déficit, puede ser consistente con la Solvencia intertemporal. En lo que se refiere a las políticas futuras, el mecanismo utilizado por los investigadores en estos casos es darle continuidad a las políticas actuales de manera indefinida e impedir que se presenten cambios en el ambiente macroeconómico.

I.1.1.- SOSTENIBILIDAD DE LA CUENTA CORRIENTE

Retomando el punto anterior, podemos decir que las políticas actuales son "sostenibles" si y solo si su continuidad en un futuro indefinido no viola la condición de Solvencia de la restricción presupuestaria.

Resulta mucho más fácil definir la condición de Sostenibilidad en lo referente a los desbalances fiscales si tomamos en consideración la definición de Solvencia dada anteriormente, ya que esto puede ser asociado a las políticas de impuestos y de gasto por parte del gobierno.

La definición de Sostenibilidad de la cuenta corriente por otra parte, resulta un poco más compleja, ya que esta representa no solo la interacción entre las decisiones de ahorro e inversión por parte del gobierno sino también de los agentes privados, eso sin

mencionar que también se toma en cuenta las decisiones de los agentes extranjeros. El problema principal es, que aunque las decisiones del gobierno pueden ser tomadas como dadas, esto no se cumple cuando hablamos del resto de los actores que juegan un papel igual de importante en la noción de Sostenibilidad de la cuenta corriente.

Los conceptos de Solvencia y Sostenibilidad son de carácter binario, es decir que solo existen dos estados: un país es solvente o no lo es, lo mismo ocurre con el concepto de sostenibilidad. El concepto de Solvencia, basado en la restricción presupuestaria intertemporal, puede arrojar una gran variedad de futuros patrones de comportamiento, el concepto de Sostenibilidad basado en la continuidad de las políticas del gobierno de turno, impone una estructura en los patrones de comportamiento futuro de los actores.

Estudios recientes, sobre países que presentan o han presentado déficits en sus cuentas corrientes y la sostenibilidad de los mismos[1], han desarrollado un modelo econométrico sencillo de entender, interpretar y calcular. Dicho modelo asume, que el mundo consiste en dos países y que la actividad económica se encuentra limitada a dos periodos de tiempo, además ningún individuo puede gastar más de lo que ganará en su

[1] Este modelo ha sido utilizado para explicar la sostenibilidad de la cuenta corriente en países como México, Argentina y Australia. Para mas información sobre el modelo ver LARSSON, Fredrik. "Current account Sustainability: Have Argentina, Mexico and Australia Been Living beyond Their Means?" Bachelor Thesis in economics, Department of Economics, Lund University, 2001.

vid. En la primera parte del modelo, simplemente se nos explica el famoso dicho que reza " no existen almuerzos gratis en la economía mundial".

El modelo luego pasa a aplicar esto para un escenario de tiempo indefinido, asumiendo ahora que en la economía existe una posición de activos netos desde el principio del periodo, el cual consiste en bonos con una tasa de retorno "r_t" con periodo de maduración igual a un periodo. Los resultados obtenidos nos dicen que, los prestamos (o deudas) que tenga el país en los mercados internacionales de capitales debe igualar el valor futuro de los superávit, suponiendo claro está que el limite es igual a cero. La explicación del porque el limite debe converger a cero resulta más fácil de entender si observamos ambos lados del espectro: Si el limite presenta valores negativos que no converjan, implica que la economía se estaría financiando su gasto a través de una burbuja financiera. Si se presenta el caso contrario, la reducción de los prestamos efectuados aumenta la capacidad de consumo de todos los habitantes sin incurrir a un costo adicional.

Al final logra obtener un indicador burdo de sostenibilidad, donde se busca que este sea igual a uno en el estado estacionario. Estos supuestos, implican que el balance de la cuenta corriente en promedio, iguala a cero, y por lo tanto existe sostenibilidad de la cuenta corriente. Si el indicador resulta con un valor menor a uno, tanto las exportaciones como las importaciones y el pago de intereses comparten un equilibrio, pero esta situación resulta insatisfactoria con respecto a la restricción presupuestaria

debido a que produce un constante deterioro del balance de la cuenta corriente. Por último, si el estado estacionario no puede ser confirmado llegamos a la conclusión de que tanto las exportaciones como las importaciones y el pago de intereses no convergen al equilibrio a largo plazo y que la sostenibilidad ni siquiera es un tópico a tratar.

En conclusión a medida que el indicador converja a uno, la cuenta corriente del país en cuestión presentará mayor o menor grado de sostenibilidad según sea el caso. Otro punto importante sobre la solución obtenida es que podemos normalizar en función tanto de las exportaciones como de las importaciones y el pago de intereses. Concluyen luego de obtener los resultados que ninguno de los tres casos (Argentina, México y Australia) presentaron sostenibilidad en sus cuentas corrientes, inclusive midiendo el grado de desequilibrio existente.

He mencionado este estudio debido a que resultaría interesante aplicarlo en Venezuela, pero lamentablemente la data necesaria no existe, o por lo menos solo existe para un periodo reciente, lo que dificulta realizar un estudio a largo plazo.

En otros estudios realizados[2], se construyó un estimado de activos externos y de obligaciones y su composición para 66 países, tanto industriales como en desarrollo, para el periodo 1970-1997, usando datos de la balanza de pagos. Se documentó el crecimiento de un stock de activos y de inversión extranjera directa como una parte del PIB en ambas clases de países. El estudio demostró que el producto per cápita esta positiva y fuertemente correlacionado con las posiciones externas netas en los países en desarrollo y una mayor apertura comercial esta correlacionada con mayores stock de inversión extranjera directa y equidad. Aunque su investigación no esta directamente relacionada a la valoración de la sostenibilidad de un déficit de la cuenta corriente, la mayor contribución de su trabajo es que provee una serie de tiempo larga y consistente de activos externos y deudas, el cual puede ser usado para realizar análisis de sostenibilidad de la Cuenta Corriente para un país dado.

Estudios realizados al final del periodo de estudio[3], realizaron un ejercicio de la sostenibilidad de la Cuenta Corriente para países de América Latina. En particular, ellos se preguntaron: ¿pueden los déficit de Cuenta Corriente ser auto-corregibles?, ellos

---

[2] **LANE, Philip y Gian Maria Milesi-Ferreti.** "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries". Discussion Paper Series, Center for Economic Policy Research, 1999.

[3] **GHEZZI, Piero y Liliana Rojas-Suárez.** "Current Accounts: Can They Achieve Sustainability?". Deutsche Bank Global Market Research, 2000.

muestran que la respuesta es no, y exploran cuales podrían ser los ajustes para lograr la sostenibilidad. Ellos estimaron el stock de deudas financieras netas para cada país utilizando la metodología de trabajos anteriores[4], calcularon el balance comercial que estabilizaba el nivel de las deudas financieras netas/PIB. Además realizaron un análisis dinámico para determinar el potencial de las economías de generar balances comerciales futuros.

I.2.- CONDICION DE SOLVENCIA OPERACIONAL INTERTEMPORAL

Podemos definir la Solvencia intertemporal como una situación en la cual todos y cada uno de los actores de un país (Ej. El gobierno, los agentes privados) obedecen sus respectivas restricciones presupuestarias. En el contexto de la restricción de recursos y viendo la economía del país como un todo, la cuenta corriente juega un papel fundamental, debido a que ella mide los cambios en la clasificación de activos netos extranjeros del país.

Par comenzar con nuestro análisis, definamos primero una sencilla identidad de cuenta corriente:

---

[4] **MILESI-FERRETTI, Gian Maria y Assaf Razin.** "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences", NBER Working Paper 5791.

$$CC = F_t - F_{t-1} = Y_t + rF_{t-1} - C_t - I_t - G_t = S_{pt} + S_{gt} - I_t$$

(1)

Donde F representa el stock de los activos externos, Y es el PIB, r es la tasa de interés mundial (por simplicidad la asumimos constante), C es el consumo privado, G es el gasto corriente del gobierno, I es la inversión total (tanto privada como pública), S_p son los ahorros privados y S_g son los ahorros públicos. Como podemos observar en la ecuación anterior, el balance de la cuenta corriente es también igual a la diferencia entre los ahorros nacionales y la inversión doméstica.

La condición de solvencia para la cuenta corriente se entiende como deuda externa menor o igual al valor presente neto de los futuros ingresos de intercambio comercial, en su modelo de solvencia intertemporal de 1996 **Assaf Razin** define la cuenta corriente como:

$$s_t p_t * F_t - s_t p_{t-1} * F_{t-1} = p_t(Y_t - C_t - G_t - I_t) + i * s_t p_{t-1} * F_{t-1}$$

(2)

Donde s_t, p_t, p_t* e i_t* representan la tasa de cambio nominal, el deflactor doméstico del PIB, el deflactor foráneo del PIB y la tasa nominal de interés mundial, respectivamente. F representa el stock de activos externos denominados en bienes

extranjeros, Y es el PIB, C es el consumo privado, G es el gasto corriente del Gobierno e I es la Inversión total (privada y pública), esta expresión no es mas que una transformación de la ecuación (1) adecuándola a nuestros propósitos. dividimos F_t entre q_tY_t y luego ambos lados de la ecuación entre el PIB nominal (p_tY_t), reordenamos y obtenemos:

$$f_t - f_{t-1} = tb_t + \frac{(1+r)-(1+\gamma_t)(1+\varepsilon_t)}{(1+\gamma_t)(1+\varepsilon_t)} f_{t-1} \quad (3)$$

Donde tb es el balance comercial, y ε es la tasa de apreciación real de la moneda doméstica. Esta expresión nos dice que los cambios en el promedio de activos internacionales del PIB son manejados en términos de balance comercial y de "dinámicas de deuda", están relacionados positivamente a la tasa real de interés mundial, y relacionados negativamente con la apreciación de la tasa de cambio real y con la tasa de crecimiento doméstico de la economía.

Ahora suponiendo una economía en estado estacionario, donde el consumo, la inversión, el gasto público, y el stock de activos externos son constantes como una fracción del PIB (y se encuentran denotados por las letras c, i y g respectivamente), lo que resulta ser la transferencia de recursos netos a largo plazo (ganancias comerciales)

que un país endeudado debe sobrellevar para mantener un nivel de deuda al producto constante, obtenemos:

$$tb = 1 - i - c - g = -\frac{(1+r)-(1+\varepsilon)(1+\gamma)}{(1+\varepsilon)(1+\gamma)} f \quad (4)$$

Donde tb es el balance comercial a largo plazo, esta expresión revela el rol jugado por el valor futuro promedio de las tasas de interés mundiales, crecimiento económico, y el intercambio comercial a largo plazo en la determinación de la transferencia de recursos necesaria para evitar que el nivel de deuda del PIB se incremente. La ecuación obtenida ha sido usada en la práctica como un indicador de solvencia bastante útil en distintas oportunidades[5]

Otra forma de calcular dicha solvencia intertemporal es buscando estabilizar la relación deuda/PIB. En la siguiente ecuación r representa la tasa de interés del país, n es la tasa de crecimiento de la economía, Y el PIB y D representa la deuda externa:

$$b = (r - n)\frac{D}{Y}$$

[5] **COHEN, Daniel.** "The Sustainability of African Debt", mimeo, CEPREMAP, September, 1995.

b representa la cantidad de recursos que el país debe utilizar para estabilizar la relación deuda/PIB. Entonces, si el país tiende a pagar mas de dicho valor porcentual, la relación tenderá a reducirse pero si lo que ocurre es el caso contrario, la relación deuda/PIB crecerá indefinidamente y se volverá insostenible.

Para resumir, la solvencia intertemporal usa relaciones simples derivadas de las identidades de las cuentas nacionales para unir, los desbalances en la cuenta corriente con las decisiones intertemporales de consumo y de inversión.

I.3.- INDICADORES DE SOSTENIBILIDAD DE LA CUENTA CORRIENTE

En trabajos realizados anteriormente[6], la evaluación de la Sostenibilidad de la cuenta corriente se hace a través de diversos indicadores, que se encuentran agrupados principalmente en tres categorías: la estructura económica del país en cuestión, las políticas macroeconómicas y los factores político-económicos. Cada uno de estos indicadores es seleccionado por su capacidad explicativa y por su relevancia en la cuenta corriente y con la situación externa del país, para luego probarlos en los diferentes países en los cuales se efectuó el estudio.

[6] **MILESI-FERRETTI**, Gian Maria y Assaf Razin. "Current Account sustainability ". Princeton Studies in International Finance, N° 81, 1996.

Estudios de este tipo normalmente se realizan en periodos cortos y para explicar una circunstancia específica[7], por ejemplo: Chile (1977-1982) en el periodo de estudio se encontraba en medio de los conflictos entre el gobierno de Allende y la instauración del gobierno militar. México (1977-1982) y (1991-1995) analiza ambas crisis que ha sufrido ese país y si son sostenibles sus déficits a largo plazo, solo por nombrar algunos de los casos. A continuación procederemos a explicar todos y cada uno de los indicadores a utilizar en nuestro estudio.

1. Estructura de la economía

Inversión / Ahorros:

El balance en la cuenta corriente se encuentra determinado por la diferencia entre los ahorros nacionales y la inversión doméstica. Para un balance dado en la cuenta corriente, el nivel de ahorro e inversión puede tener implicaciones en la sostenibilidad de la situación externa, para un desbalance dado de la cuenta corriente. Altos niveles de inversión implican, ceteris paribus, un mayor crecimiento futuro a través del montaje de una mayor capacidad productiva, y por lo tanto un mejoramiento en la solvencia intertemporal.

[7] MILESI-FERRETTI, Gian Maria y Assaf Razin. "Current Account sustainability ". Princeton Studies in International Finance, N° 81, 1996.

Mayores niveles de ahorro e inversión pueden también actuar como una señal de credibilidad para los inversionistas extranjeros, debido a que ellos aumentan la capacidad percibida de honrar y reducir la deuda externa. Lo que significa que este indicador es visto como un fortalecedor de la capacidad de repago de la deuda y además como un suplemento de crecimiento para la economía. Sin embargo, los fondos de ahorro pueden ser pobremente distribuidos a lo largo de proyectos de inversión en países en los cuales la inversión se encuentra organizada de forma centralizada o porque el mercado de capitales se encuentra segmentado, es decir que altos niveles de inversión no necesariamente mejoran la sostenibilidad.

Crecimiento económico:

Los países de crecimiento acelerado pueden sostener déficit continuos de cuenta corriente sin necesidad de incrementar sus deudas en relación al PIB. El mismo rol que juega la inversión en la habilidad que tiene el país de honrar su deuda, pues bien, un papel parecido es el que juega el crecimiento económico, a través de la acumulación de capital humano y del incremento en el factor de productividad total.

La descomposición sectorial del crecimiento puede resultar muy útil como indicador adicional para detectar potenciales problemas externos. En particular las exportaciones, un bajo nivel de crecimiento de las exportaciones puede ser el reflejo de

un desalineamiento del tipo de cambio, lo que apunta a una necesidad de cambiar de política.

Nivel de apertura comercial:

El grado de apertura se puede definir como la relación existente entre exportación y PIB. Para poder reducir y cancelar la deuda externa, el país necesita poder depender de su producción de bienes transables como medio para obtener moneda extranjera.

Evidentemente, países con un amplio sector de exportaciones pueden cancelar su deuda externa mas fácilmente, debido a que el pago de la deuda solamente absorberá una pequeña porción de los ingresos por exportaciones. Si el flujo de los capitales se ve interrumpido por alguna razón, el país se verá forzado a redirigir fondos hacia el sector de exportaciones y así poder generar divisas con las que pagar la deuda externa.

Ahora bien, ya que este cambio no se produce de manera instantánea, es necesario que el volumen de importaciones sea reducido drásticamente, lo que puede acarrear consecuencias adversas para las industrias locales cuyas materias primas provienen del exterior.

En el lado opuesto del espectro, una economía mas abierta resulta más vulnerable a los shocks de origen externo, sin embargo, estos son vistos como fluctuaciones en los términos de intercambio o reducciones de la demanda extranjera. Esta vulnerabilidad se ve incrementada, y la habilidad del país para sostener un déficit se debilita, si el país tiene un sector de exportaciones reducido o si es particularmente dependiente de de la materia prima importada. La vulnerabilidad se reduce si posee un sector de exportaciones bien diversificado.

Composición de la deuda externa:

La composición de la deuda externa puede afectar la habilidad del país para absorber los shock. Esta posibilidad ha sido ampliamente discutida en los contextos de crisis de deuda (Cline, 1995) y el mas reciente de flujo de capitales dirigido hacia algún país en vías de desarrollo (Calvo, Leiderman, Reinhart, 1994; Fernández-Arias y Montiel, 1996).

En términos generales, podemos distinguir entre deuda y capital, tan bien como con los diferentes instrumentos de deuda y capital. En principio, el financiamiento por capital permite los ajustes en el precio de los activos para absorber al menos algo de los shocks negativos, de tal manera parte de la carga es sostenida por los inversiones de capital extranjero.

En el caso del financiamiento por endeudamiento, por el contrario, el país se lleva la mayor parte de la carga. La estructura de obligaciones por deuda y capital es también importante para evaluar la vulnerabilidad que tiene el país para con los shocks. En relación al capital, es a menudo discutido que el portafolio de inversión es potencialmente más volátil que la inversión directa extranjera.

En lo que concierne a la deuda, la estructura de maduración, la composición a nivel monetario y la estructura de los intereses (fijos o flotantes) pueden afectar la vulnerabilidad del país frente a los shocks. Deudas de corta maduración, denominación en moneda extranjera, y las tasas de interés variables pueden aumentar el riesgo a sufrir un shock externo debido a que magnifican el impacto de la carga de la deuda.

Estructura financiera:

La relación entre la estructura financiera de un país, su política macroeconómica y la probabilidad de una crisis financiera han sido examinados recientemente de manera intensiva, siguiendo el comienzo del enorme flujo de capitales hacia los países en vías de desarrollo a principios de la década de los 90 y las crisis que allí se presentaron.

En los países en vías de desarrollo, la intermediación financiera se encuentra dominada típicamente por los bancos; los depósitos bancarios son la forma más importante de ahorro privado, y los prestamos bancarios son el principal recurso de

financiamiento para las empresas. Los problemas de asimetría de la información son especialmente importantes en los sistemas financieros menos desarrollados, debido a que el efecto disciplinario de la competencia contra otras formas de intermediación financiera se encuentra limitada, lo que significa que la supervisión bancaria es esencial para evitar problemas de estafa.

El hecho de que los bancos sean mas que nada instituciones financieras que serán respaldadas y rescatadas por el banco central (es decir el gobierno) frente a cualquier problema, puede acarrear un comportamiento mas arriesgado por parte de dicho sistema financiero. Los conflictos normalmente surgen cuando es el mismo banco central, quien se encuentra envuelto en el préstamo los cuales son financiados a través altos requerimientos de reservas, siempre respetando su rol como supervisor por parte de los bancos. La calidad de los portafolios bancarios pueden también ser afectados por influencias políticas o decisiones de préstamo, tal como prestarle a empresas manejadas por el estado.

La habilidad del banco central para funcionar como prestamista de última instancia se encuentra limitado enormemente si en el país se presenta una política de tipo de cambio fijo. En estas circunstancias, la política monetaria se encuentra atada de manos debido a que necesita defender la paridad cambiaria, lo que causaría un aumento en la vulnerabilidad del sistema bancario frente a los flujos de capitales.

Régimen de cuenta de capital:

Cuando la cuenta de capitales es muy abierta, el país es más vulnerable a bruscos cambios de dirección en los flujos de capitales. Estos cambios de dirección involucran tanto al capital extranjero como al doméstico, podemos observar claramente este fenómeno en distintos países de América Latina como Argentina, México, Perú y Venezuela. Claramente se observa que el grado de apertura de la cuenta de capital es endógeno y depende principalmente de la fortaleza de los incentivos para exportar capital, por ejemplo, los diferenciales de las tasas de retorno ajustadas al riesgo causadas por desalineamientos de la política interna, desestabilizad política, etc.

El control de capitales es una distorsión que entrelaza las tasas de retorno de capital en la economía domestica y el resto del mundo. Estas también pueden afectar la consistencia de las políticas macroeconómicas, por ejemplo, permitiéndole al gobierno perseguir momentáneamente una política monetaria expansionista mientras se mantiene un tipo de cambio fijo, en consecuencia se debilita la cuenta corriente y eventualmente se produce un colapso del régimen cambiario.

El efecto disciplinario de una cuenta de capitales abierta puede prevenir tales inconsistencias y puede servir como una señal de compromiso para la búsqueda de políticas sostenibles. Los inversionistas extranjeros considerarán dicho país como confiable, una percepción que contribuirá en reducir el costo de capital para ese país y

en aumentar su oferta de fondos extranjeros. Investigaciones recientes y experiencias empíricas han sacado a la luz, sin embargo, el peligro potencial de una pobre supervisión financiera y de un débil sistema bancario cuando se tiene una cuenta de capitales abierta[8].

En resumen, la apertura de la cuenta de capital en si misma es un indicador ambiguo de sostenibilidad de la cuenta corriente, a través de una mayor apertura se incrementa el riesgo de verse afectado por los shocks externos, pero también provee disciplina en las políticas domésticas.

2. Postura de las políticas macroeconómicas

Grado de flexibilidad del tipo de cambio y su política:

El grado de flexibilidad del tipo de cambio a la hora de responder a los shocks externos puede afectar la habilidad de la economía para mantener déficits en la cuenta corriente. Un régimen de tipo de cambio fijo golpeado por un shock externo puede y será blanco de ataques especulativos que precipitarán la crisis[9]. En dicho contexto, el nivel de tipo de cambio real se convierte en un indicador importante de sostenibilidad,

[8] **DIAZ-ALEJANDRO, Carlos F.** " Latin American Debt: I don't Think We are in Kansas Anymore". Brookings Papers on Economic Activity. Pp 335-389, N° 1, 1984.
[9] **KRUGMAN, Paul.** " A Model of Balance-of-Payments Crises", Journal of Money, Credit and Banking, pp 311-325. N°11, 1979.

por ejemplo una constante apreciación del tipo de cambio real puede ser producida por factores tales como: un crecimiento en la productividad del sector de bienes transables, o shocks que afectan favorablemente los términos de intercambio. Cambiando a un escenario donde se presenta un régimen de tipo de cambio fijo, sin embargo, dicha mejora podría representar una inconsistencia entre la política monetaria y la política cambiaria, en consecuencia se genera sobrevaluación. En este caso, la sobrevaluación típicamente se sostiene con unas altas tasas de interés domésticas y por la presencia de controles de capitales, e incentivar una disminución los ahorros de los residentes produciéndose una sustitución de consumo presente por consumo futuro. Esto también podría causar una disminución en la actividad económica, ambos casos se deben a que las altas tasas de interés son necesarias para mantener el tipo de cambio fijo, y además, si estos no se mantienen el sector de bienes transables se encontraría imposibilitado para competir internacionalmente.

Todos estos efectos contribuyen a que el desbalance de la cuenta corriente aumente y a que se produzca una perdida de reservas internacionales. La pérdida de reservas se podría ver incrementada por las expectativas de futuras devaluaciones. Finalmente, el debilitamiento del sector exportador obstruiría la capacidad del país de sostener desbalances externos.

Grandes ingresos de capital pueden también producir una apreciación del tipo de cambio real, sin embargo esto podría resultar en una sobrevaluación solo en el punto de

por factores tales como estabilización del tipo de cambio carente de credibilidad o un exceso de volatilidad en los flujos de capitales de corto plazo (capitales golondrina). Debilidad en la intermediación financiera doméstica y en su supervisión pueden estorbar en la correcta distribución de los flujos de capitales entre el consumo y la inversión y pueden contribuir a la sobrevaluación.

En la práctica resulta complicado, sin embargo, realizar una definición de sobrevaluación de tipo de cambio operacional en ausencia de una estructura bien establecida del comportamiento del tipo de cambio[10]. En los países en vías de desarrollo que han llevado a cabo reformas estructurales, grandes ingresos de capitales y la apreciación del tipo de cambio real pueden reflejar un incremento en la productividad y en los retornos de capitales: si el déficit en la cuenta corriente emerge también es porque el crecimiento subyacente en los ingresos permanentes, entonces este no sería un indicador de insostenibilidad.

Balance fiscal:

Para examinar la relación entre los desbalances fiscales y los desbalances externos, comenzamos de un caso de neutralidad de la deuda (lo que se entiende por

[10] **EDWARDS, Sebastian.** "Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment". Cambridge, Mass., MIT press. 1989.

equivalencia ricardiana) en el cual no existe correlación entre el déficit del sector público y los desbalances de la cuenta corriente[11].

La cuenta corriente es independiente del perfil temporal impositivo y, por lo tanto, del déficit presupuestario. Esto se puede comprender mejor al considerar el efecto del déficit del sector público sobre el sector de ahorro privado, si el sector privado internaliza completamente el hecho de que a mayor déficit hoy necesitará mayor cantidad de impuestos mañana para compensar, esto causará un aumento en los ahorro privados, para compensar el ahorro público negativo.

El resultado de la neutralidad de la deuda reside en el hecho de que el consumo depende solamente del ingreso que se tenga durante toda la vida y de que los impuestos no sean distorsionantes. Impuestos distorsionantes podrían tener efecto sobre el nivel de producto e inversión y por lo tanto podrían afectar la cuenta corriente. Más aun, si el consumo depende también del ingreso disponible, por ejemplo, porque algunos consumidores no están en capacidad de endeudarse como el gobierno, menores impuestos hoy inducirán al aumento del consumo[12] .

---

[11] **BARRO, Robert.** " Are Governments Bonds Net Wealth?". Journal of Political Economy, pp1095-1117, N° 82, Noviembre 1974.

[12] **JAPPELLI, Tulio y Marco Pagano.** "Saving, Growth, and Liquidity Constraints". Quarterly Journal of Economics. Pp. 83-109, N° 109, Febrero 1994.

Con respecto a las empresas, la facilitación efectiva de la restricción del endeudamiento asociada con menores impuestos pueden similarmente inducir a un incremento de la inversión. Efectos análogos se obtendrán si no se espera que las obligaciones impositivas futuras disminuyan enteramente para los pagadores del impuesto en el presente periodo.

Todos estos efectos implican, entre otras cosas, sostenibilidad imperfecta entre los ahorros privados y públicos y la existencia de correlación positiva entre los déficits presupuestarios y los déficits de cuenta corriente, la fortaleza de esta correlación depende del grado de desarrollo del mercado financiero doméstico, por ejemplo, podemos esperar una relación mas fuerte entre la postura fiscal y el balance de la cuenta corriente, y por lo tanto entre la solvencia presupuestaria del gobierno y la sostenibilidad de la cuenta corriente. Nótese que cuando el déficit de la cuenta corriente se encuentra acompañado por un gran desbalance fiscal, nos enfrentamos a un problema de transferencia dual, es decir, la necesidad de recolectar fondos del sector privado para poder servir las obligaciones de deuda con el exterior, lo que puede ocasionar un debilitamiento de la sostenibilidad.

En resumen, grandes déficits presupuestarios pueden ser una señal de insostenibilidad fiscal en presencia de una alta sustituibilidad entre los ahorros privados y públicos, pero estos solo están débilmente relacionados al desarrollo de la cuenta

corriente. Si la sustituibilidad entre los ahorros privados y públicos es baja, sin embargo, existirá una correlación entre la sostenibilidad fiscal y la externa.

3. Inestabilidad política, incertidumbre y credibilidad:

La política económica juega un papel fundamental en la determinación de la importancia de muchos indicadores examinados hasta ahora. Bajo el contexto de sostenibilidad de la cuenta corriente, la estabilidad política puede resultar muy importante por varias razones.

La inestabilidad hace que los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, sean mas susceptibles frente al riesgo de repentinos reveses políticos. Reduciendo la credibilidad de la postura política actual, un gobierno que favorece la libre movilidad de capitales, por ejemplo, puede ser reemplazado por uno mas inclinado a establecer restricciones de control de capitales o a incumplir convenios, esto hace que la salida de capitales sea muy común. La inestabilidad política se encuentra a menudo manejada por conflictos distributivos, lo que puede causar la huida de los capitales en respuesta el temor de sufrir imposiciones de algún tipo[13].

[13] **ALESINA, Alberto y Guido Tabellini.** " External Debt, Capital Flight and Political Risk". Journal of International Economics. Pp. 199-220, N° 27, Noviembre 1989.

Numerosos estudios empíricos han documentado la asociación de la inestabilidad política con la alta inflación, bajo nivel de inversión, y bajo crecimiento económico[14]. Indicadores de inestabilidad política son, por ejemplo, la frecuencia histórica de cambios de gobierno o intentos de golpe de estado, y medidas de conflictos industriales.

La situación política puede afectar la sostenibilidad de las obligaciones externas en muchas maneras: un gobierno débil puede tener dificultades realizando los ajustes económicos necesarios para responder a los shocks, porque es incapaz de obtener el suficiente respaldo político. Un gobierno que se enfrenta a una elección puede encontrarse reacio de implementar medidas de ajuste por miedo a arriesgar sus oportunidades de reelección. Indicadores de esta clase de rigidez política son el grado de sustentación para el gobierno actual, la composición de la partida de gobierno y del periodo de elecciones.

Sin embargo, factores como la credibilidad, la inestabilidad política, y la incertidumbre influencian las decisiones de la política macroeconómica y afectan los flujos de capitales, resulta difícil comprimirlos todos en un simple indicador directamente aplicable a la sostenibilidad de la cuenta corriente.

---

[14] **CUKIERMAN, Alex, Sebastian Edwards y Guido Tabellini.** "Seigniorage and Political Instability". American Economic Review. Pp 537-555, N° 82, Junio 1992.
ALESINA, Alberto, Sule Soler, Nouriel Roubini y Phillip Swagel. " Political Instability and Growth". Journal of Economic Growth. Pp 189-211, N° 1, Junio 1996.

4. Ingresos petroleros:

El objetivo de este trabajo es el de comprobar que a pesar de las fluctuaciones del balance en la Cuenta Corriente de Venezuela debido a la dependencia externa de las exportaciones petroleras, la cuenta corriente es sostenible en el largo plazo.

El indicador de los ingresos petroleros medidos como porcentaje del PIB debemos incluirlo entre los indicadores de la estructura económica. La razón principal del porque decidí colocarlo es que, al ser el petróleo nuestra principal fuente de ingresos, nos puede ayudar a la hora de medir la sostenibilidad de la cuenta corriente. Nuestro modelo económico de renta petrolera es el principal argumento por el cual es necesario hacer uso de los ingresos petroleros como indicador de sostenibilidad, un año de ingresos petroleros bajos, por ejemplo 1981, puede desencadenar una reacción de desequilibrio en nuestra cuenta corriente, lo que la llevaría a un saldo negativo y como se ha dicho anteriormente, esta sería una situación insostenible si se mantiene constante por un periodo largo de tiempo.

También debemos recordar que nuestra idiosincrasia sobre el uso de los ingresos petroleros, esta dirigida mayormente a su empleo en la expansión del gasto fiscal como política de incentivo al crecimiento económico, pero no siempre resulta efectiva.

CAPÍTULO II:

RESEÑA HISTÓRICA DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA VENEZOLANA, PERIODO 1980-2000.

Desde la nacionalización de la industria petrolera en Venezuela durante el primer periodo de Carlos Andrés Pérez (1975 para ser exactos), la situación económica de Venezuela se ha visto afectada por su transformación de un país productor a uno rentista. Lo que nos convierte en una economía muy vulnerable. Pues, como se dijo anteriormente nuestros ingresos se encuentran atados a las variaciones climatológicas y bélicas que ocurran en el mundo, que son las principales causas de los sobresaltos en los precios del barril de petróleo. Y aunque el tema de esta tesis no es ver las fluctuaciones del petróleo a lo largo de los años, es necesario hacerle mención puesto que por ser nuestro principal producto de exportación, afecta la cuenta corriente de manera acentuada. El cuadro 1 muestra el impacto del petróleo sobre el sector fiscal, externo y real de la economía durante las dos décadas que dura el periodo en estudio.

Cuadro 1: Impacto del petróleo en la economía venezolana

Indicadores (Promedio)	1980-1989	1990-1999
Ingreso Fiscal por Petróleo/PIB	13.2	11.4
Ingreso Fiscal por Petróleo /Ingreso total	60.7	59
Exportacion de Petróleo/Exportación total	82.2	71.1
Exportacion de Petróleo / PIB	21.2	20.5
PIB petrolero/PIB total	20	24.5

Fuente: Banco Central de Venezuela

El verdadero problema de la economía venezolana comienza en la década de los 80, a principios del periodo en estudio, en esta década el PIB presento una desaceleración en su tasa de crecimiento y se volvió muy volátil (gráfico 3), y si además

a eso le agregamos un crecimiento explosivo de la tasa de inflación y un deterioro acelerado de la situación fiscal, obtenemos una situación de crisis. Esta situación se debió principalmente a que los shocks petroleros de esa época fueron mayormente negativos, lo que acarreó consigo un deterioro de las condiciones macroeconómicas del país y que terminó con el primero de los varios intentos fallidos de estabilización ocurrido en 1989. (ver cuadro 2)

Cuadro 2: Indicadores Macroeconómicos

INDICADORES (PROMEDIO)	1980-85	1986-90	1991-95	1996-00
Balance de la Cta. Cte. (% del PIB)	4.2	1.2	0.1	5.9
Crecimiento del PIB (%)	-1.4	2.8	3.3	0.4
Inflación (como variación porcentual del IPC)	11.7	41.2	47.3	40.8
Deuda externa (como % del PIB)	49.3	65.9	60.2	40

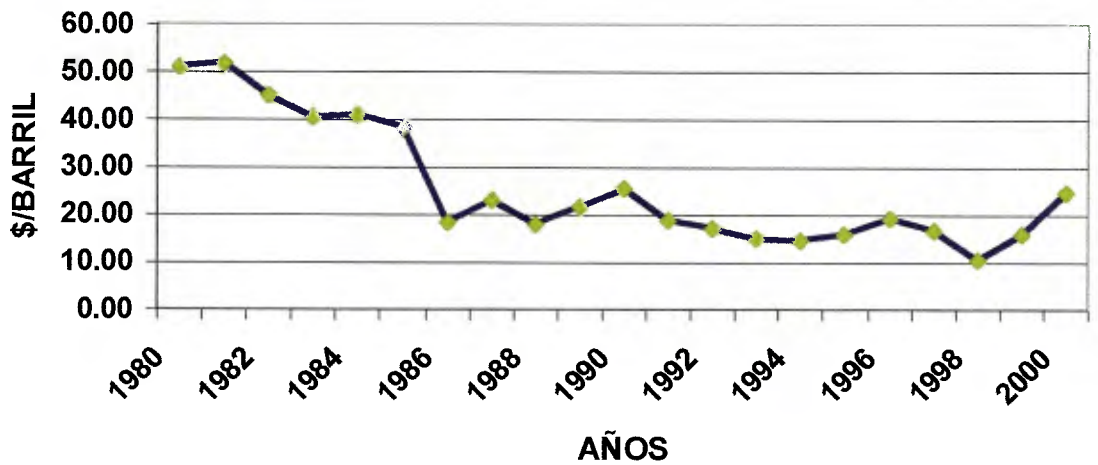
Fuente: Banco Central de Venezuela

Entre los años 1980 y 1983, Venezuela presentaba una situación política relativamente estable. El saldo promedio en la cuenta corriente fue de 3.8% con respecto al PIB[15]. El régimen de tipo de cambio era fijo con una paridad de 4.3 Bs/$, precio que se mantuvo hasta 1983, donde la relación del tipo de cambio subió a casi

[15] **PHILIP R. LANE y Gian Maria Milesi-Ferretti.** "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities in Industrial and Developing Countries," Journal of International Economics 55 no. 2, December 2001, 263-94

7Bs/$. La inflación mantenía una tendencia decreciente, presentando valores de 19.7%; 10.4%; 7.8% y 7% para cada año respectivamente. Los ingresos por petróleo representaron en promedio 20.28% del PIB, y la deuda externa promedio de estos 4 años fue de 32.981MM$, sumado al decrecimiento promedio del -1% del PIB en esos tres años.

Grafico 1: Fluctuación del precio del barril de petróleo



En 1982, los ingresos petroleros cayeron a 18.3% del PIB, el crecimiento del PIB fue de -0.7%[16]. La cuenta corriente mostró por primera vez saldo negativo (-6.8% del PIB) y la inflación descendió hasta 7.8%. La caída de los ingresos petroleros (ver gráfico 1) junto con la sobrevaluación del tipo de cambio, sin mencionar las malas políticas implementadas por el gobierno de turno el cual se conoce como el peor gobierno

[16] **PINEDA JULIO y JOSE GUERRA**, "trayectoria de la política cambiaria en Venezuela", publicaciones del BCV,2000.

democrático del siglo XX de Venezuela, fueron los ingredientes que hacían falta para que explotara la burbuja de bienestar que existía hasta el momento, la cual ocultaba el nivel de endeudamiento que fue creciendo con los años. En 1983 la cuenta corriente repunta un poco, alcanzando un 7.13% con respecto al PIB, pero esto no significa que las cosas mejoraran, el ingreso petrolero cayó a un 15.8% del PIB, el PIB decreció en 5.6% y el tipo de cambio continuó devaluándose, ahora bajo un sistema de control de cambios con tasas diferenciales. La inflación fue de 7%, lo que resultó ser el periodo de inflación mas bajo de los últimos 20 años.

Luego de la maxidevaluación de 1983, la implementación de tipo de cambio múltiple y la regulación de las importaciones ayudaron en la eliminación del déficit, pero aun con estas fuerte medidas al gobierno le resultó imposible mantener el saldo positivo en la cuenta corriente por un periodo superior a los 3 años.

En 1984 la inflación repuntó hasta 15.7%, lo que representa un aumento de más de 100% con relación a 1983. el PIB decreció en 5.6%. El saldo en la cuenta corriente fue de 8.4% con respecto al PIB y el ingreso petrolero repuntó hasta colocarse en 19.6% del PIB, y la deuda externa desciende un 3.7% para colocarse en 36.886MM$.

En 1985 el tipo de cambio fue de 13.8Bs/$[17], el PIB presento un crecimiento de 1.1% y la inflación descendió a 9.1%. El saldo en la cuenta corriente alcanzó el 10.2% del PIB, pero lo extraño es que en ese año el ingreso petrolero cayó a 13% del PIB, quizás esta discrepancia se deba a un aumento de los ingresos no petroleros o al cambio de año base ocurrido en 1984. La deuda externa continua su tendencia a la baja, descendiendo 4.2% respecto al año anterior.

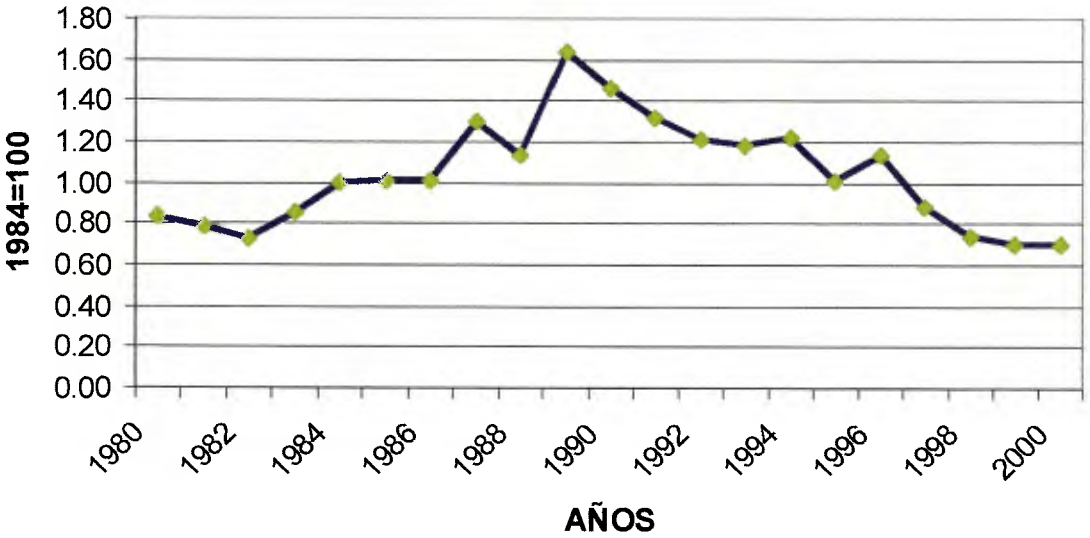
El período 1986-1988 fue una época muy dura para Venezuela, causado principalmente por la política expansionista del gobierno que llevó a un aumento transitorio del crecimiento. Dichas políticas, sin embargo, resultaron insostenibles. La inflación aumentó, las reservas externas disminuyeron y se produjo una escasez generalizada, la cuenta corriente tuvo saldo negativo, presentando valores de -9%; -5.7% y -22.3% con respecto al PIB, respectivamente. El tipo de cambio continuo devaluándose en casi 100% cada año: con valores de 19.9 Bs/$ en 1986; 27.9 Bs/$ en 1987 y 33.64 Bs/$ en 1988. la inflación presentó sus valores más altos hasta la fecha, promediando 29.5%. Los ingresos petroleros se mantuvieron alrededor de 9.73% del PIB en promedio, debido principalmente a una disminución de los precios del barril causada por un periodo climático caluroso, esto fue un duro golpe debido a que los planes económicos de la época consideraban que el petróleo mantendría un precio alto y trazaron los lineamientos en base a esto. Para muestra, la deuda externa, promedió

[17] los valores de tipo de cambio corresponden a los promedios anuales de los precios de venta al cierre divulgados por el BCV.

34549MM$ durante este lapso de tiempo. Sin embargo, no todo fue malo: el PIB presentó durante estos tres años un crecimiento promedio del 5%. Se pusieron en marcha políticas de expansión que llevaron a un aumento transitorio del crecimiento.

En el año de 1989 el régimen de control de cambios con tipo de cambio diferencial llega a su fin, dando paso a un régimen de flotación. Después del cambio, la cotización llegó a 39Bs/$, la deuda externa cayó 32.377MM$. La liberación del tipo de cambio generó una inflación de 81% cifra más alta a la que llegó en la década de los 80, y además una caída del PIB de 8.1%. El saldo en la cuenta corriente se recuperaba de la debacle de 1988, llegando a representar el 5.6% del PIB. El ingreso petrolero se recuperó notablemente también, llegando a representar el 17.1% del PIB, quizás debido a los nacientes conflictos en el medio oriente que finalizaron con la famosa guerra del golfo, esto causó que el precio del barril de petróleo se disparara permitiendo así la recuperación de la economía.

Gráfico 2: Evolución del tipo de cambio real



Fuente: Banco Central de Venezuela

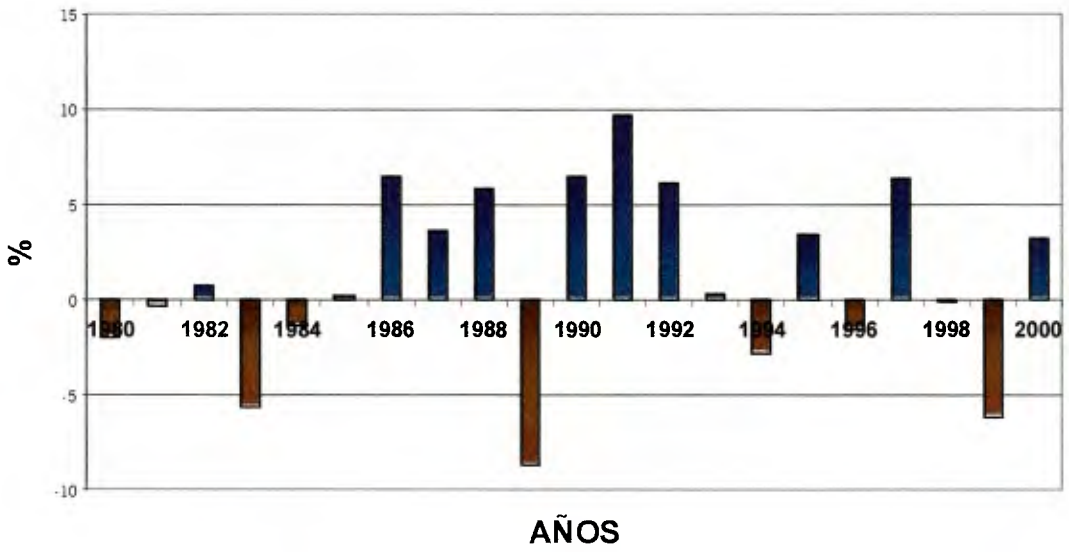
En los años 1990 y 1991, la condición de Venezuela cambia radicalmente, las nuevas políticas implementadas junto con la guerra del golfo permitieron que Venezuela saliera de la crisis que venía presentando. La inflación descendió hasta alcanzar un promedio de 33.74%. El tipo de cambio continuó con régimen flotante, sufriendo depreciaciones de 17.4% en 1990 y de 17.14% en 1991. El ingreso petrolero fue de 22.4% del PIB en 1990 y de 17.53% en 1991. Además hay que agregar que el PIB creció y se recupero de la caída de 1989, alcanzando cifras de 6.5% en 1990 y de 9.7% en 1991.

Esta mejoría en el ámbito de crecimiento económico, acarreó consigo descontento entre los pobladores venezolanos debido a la dureza de las políticas implementadas, que si bien estaban correctamente encaminadas, les faltó cuidar el bienestar social. Lo que fue una de las causas de los consecutivos intentos de golpe de estado que se producirían mas adelante.

En 1992 tienen lugar una serie de estallidos sociales supuestamente causados por las condiciones económicas, políticas y sociales en las que se encontraba sumergido el país. La cuenta corriente presentó un saldo de -6.2% con relación al PIB en ese mismo año y de -3.3% el año siguiente. La deuda externa ascendió a 37848MM$, luego de venir de un periodo de reducción de la misma. El tipo de cambio pasó de un sistema de flotación a un sistema de crawling peg, el cual consiste en una serie de mini devaluaciones controladas para combatir la incertidumbre, presentando valores promedio de 68.4Bs/$ en 1992 y 91.2Bs/$ en 1993. En 1992 los ingresos petroleros descendieron a 15% del PIB y a 14.5% el año siguiente.

Entre 1993 y 1994 las condiciones económicas de Venezuela se deterioraron considerablemente, debido a una serie de hechos que tuvieron un gran impacto negativo en el país: la disminución de los precios de exportación del petróleo, la inestabilidad política y una crisis bancaria de importancia. Como consecuencia, se produjo una caída del PIB de los sectores no relacionados con el petróleo, la inflación aumentó y las reservas internacionales disminuyeron.

Gráfico 3: evolución del crecimiento del PIB (%)

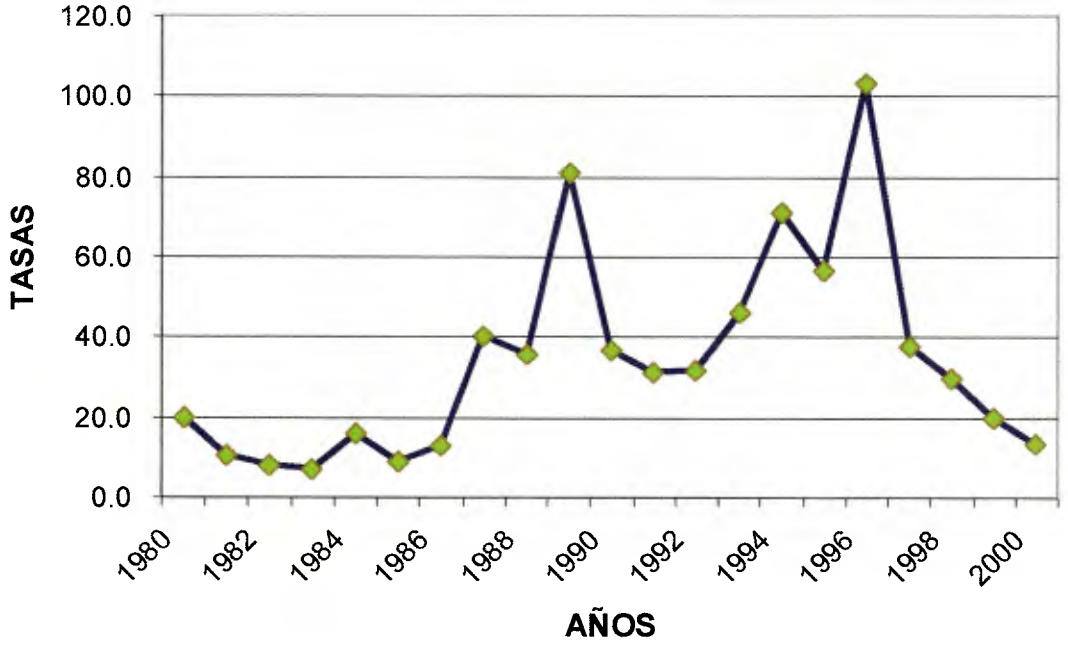


Fuente: Banco Central de Venezuela

En el año de 1994 la inflación se dispara hasta alcanzar el 70.8%, el tipo de cambio pasa a un sistema de control de cambios, marcando un valor promedio de 148.9 Bs/$, es en este año cuando el dólar alcanza su valor mas alto hasta la fecha: 170 Bs/$, ese fue el comienzo de una serie de maxidevaluaciones que tendrían lugar en los años siguientes. Las políticas implementadas en el ámbito petrolero resultaron un traspié impresionante, al tratar de inundar el mercado con nuestro petróleo lo que se logró fue que nuestros competidores más cercanos, y con un costo de producción más bajo, también inundaran el mercado causando una caída en los precios a nivel mundial. En ese año nuestro ingreso petrolero fue de 16,17% del PIB, y cayendo en picada los años siguientes. Por suerte, nuestra cuenta corriente presentó saldo positivo de 4.3% con

respecto al PIB, esto se debió también a la sobreproducción de barriles de petróleo, lo que compensó la caída en los precios.

Gráfico 4:Evolución de la tasa de Inflación periodo 1980-2000



Fuente: Banco Central de Venezuela

El año de 1995 no es muy diferente a 1994, continua la difícil situación económica pero con ligeras mejorías en algunos aspectos. La inflación baja a 56.6%. Los ingresos petroleros descienden a 14.5% del PIB y el tipo de cambio promedio aumenta a 176.75Bs/$ y con un valor máximo de 290 Bs/$. La cuenta corriente sigue

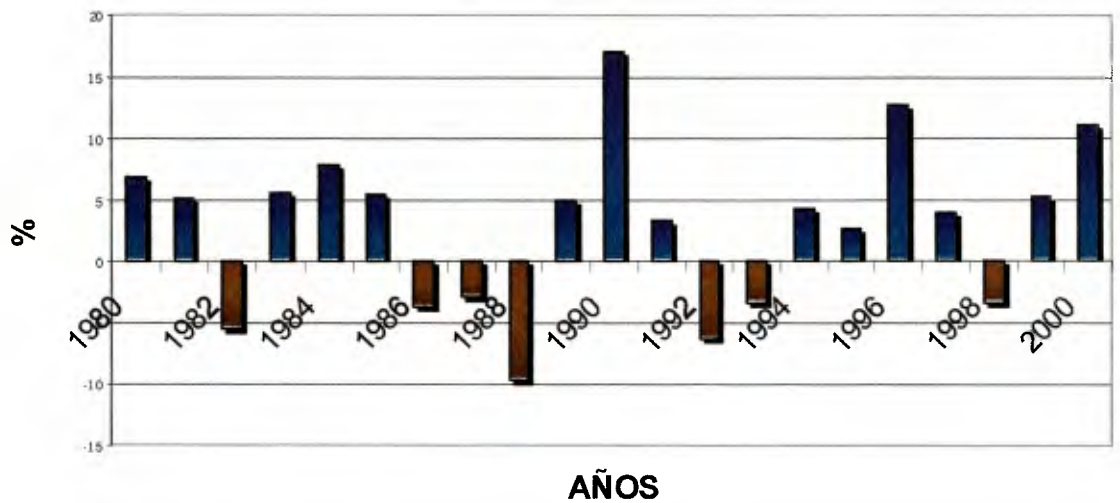
manteniendo saldo positivo pero cayendo a 2.6% con relación al PIB. La deuda externa cae a 35.848MM$.

Para revertir esta situación, el gobierno puso en marcha, a principios de 1996, un programa económico, siguiendo las pautas del FMI, que incluía la unificación de los tipos de cambio, que en un primer momento se encontraban bajo un sistema cambiario flotante y que posteriormente fue reemplazado por bandas cambiarias; la liberalización de las tasas de interés; la eliminación de la mayor parte de los controles en los precios, y el ajuste del precio interno de los combustibles. 1996 fue el año de la maxidevaluación más grande que se haya visto hasta la fecha; 103.2%. El tipo de cambio volvió a cambiar de régimen, pasando de un control cambiario a un sistema de bandas flotantes el cual dura por el resto del periodo de estudio, el tipo de cambio promedio subió hasta los 417.34 Bs/$ ese año, continuando la tendencia al alza pero todavía por debajo de su verdadero valor. Los ingresos petroleros comenzaron a recuperarse, representando el 21.51% del PIB y la deuda externa se mantuvo casi igual que 1995, descendiendo en 1.36% y el saldo en la cuenta corriente sube hasta 12.6% con respecto al PIB.

Hacia 1997, la economía se había recuperado, pero se mantenían los elevados índices de inflación y desempleo, la inflación desciende a 37.6%, tendencia que se mantiene hasta el final del periodo de estudio. El tipo de cambio se ubica en 488.59 Bs/$, la deuda externa se ubica en 37.003MM$ y el saldo en la cuenta corriente fue de 3.9% con relación al PIB.

Al año siguiente la economía volvió a deteriorarse, el deterioro económico de 1998 se produjo por una fuerte caída en los precios internacionales del petróleo, sumado al empeoramiento de las condiciones financieras en el exterior que limitó el acceso de Venezuela a mercados financieros internacionales, y por las altas tasas de interés real en el país. En lo que resta del periodo de estudio, Venezuela comienza a presentar un decrecimiento sostenido del PIB, a excepción de 1997 cuando se produce una recuperación llegando a 6.4% de crecimiento, sin embargo esto no compensa las caídas del PIB producidas en 1996, 1998, 1999 y 2000.

Grafico 6:Saldo en la cuenta corriente como porcentaje del PIB



fuente: Banco Central de Venezuela

Las políticas petroleras pasan de una política de sobreproducción a una de control de precios a la alza a través de recortes de producción, propiciado por la Organización de Países exportadores de Petróleo (OPEP) y apoyada por el gobierno. El crecimiento de la economía venezolana del periodo 1998-2000 fue originado principalmente por un incremento del gasto público, y este a su vez gracias al alza de los precios del barril de petróleo. La inflación presenta una clara tendencia a la baja, con valores de 29.9% en 1998, 20% en 1999 y 13.4% en el 2000, esta tendencia obedece a las políticas implementadas por el gobierno para controlar la inflación utilizando el tipo de cambio como ancla nominal. El tipo de cambio mantiene el sistema de bandas, con valores de 547.6 Bs/$ en 1998, 605.7 Bs/$ en 1999 y con valor mas alto de 648.3 Bs/$, para el año 2000 el tipo de cambio llegó a la barrera de los 700 Bs/$. La cuenta corriente presentó saldo negativo únicamente durante 1998, con valor de -3.4% con relación al PIB, recuperándose posteriormente para mantener un promedio de 8.5% con relación al PIB, principalmente debido al aumento de los precios del petróleo por encima de los 20$ el barril, lo que compensa la disminución de la producción.

Es importante destacar que este periodo es el de mayor índice de desempleo que ha habido en Venezuela, promediando 13.5% en estos 3 años, junto con una desaceleración del crecimiento económico y una disminución profunda del nivel de inversión en Venezuela por parte de empresas, domésticas e internacionales. Todo esto generado principalmente por la incertidumbre política que el mismo gobierno genera.

CAPITULO III:

DESARROLLO METODOLÓGICO

Para poder realizar un análisis completo debemos primero calcular el indicador de solvencia de Venezuela, luego analizar los indicadores antes mencionados.

III.1.- Indicador de solvencia intertemporal

Como ya se explicó anteriormente, la ecuación (4) ha sido utilizada como un burdo indicador de solvencia intertemporal [18]. Midiendo el nivel de solvencia a través de los índices de balance comercial, un nivel bajo de balance comercial, por ejemplo, implicaría una mayor vulnerabilidad frente a los shocks.

Los valores que vamos a utilizar fueron extraídos de la base de datos del BCV. Como primer paso dividiremos el periodo en 4 subperiodos: 1980-1985; 1986-1990; 1991-1995 y 1996-2000. Tomando en cuenta las siguientes variables: inversión pero solo la inversión extranjera directa, aunque debería realizarse con la suma de la inversión extranjera directa y la inversión doméstica, pero ésta última resultó imposible de conseguir. El consumo y por último el gobierno, medido como el balance consolidado del sector público, todas ellas como porcentaje del PIB.

[18] Mencionado anteriormente en este trabajo.

Cuadro 3: valores promedio de las variables inversión, consumo y gobierno, como porcentaje del PIB.

Años/%	1980-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000
i	0.2%	0.4%	1.6%	4%
c	85.8%	37.1%	10.4%	0.8%
g	0.5%	-2.9%	-3.2%	-0.2%

Fuente: Banco Central de Venezuela

El cuadro 3 muestra el valor porcentual promedio de cada una de las variables que vamos a utilizar, a continuación procedemos a sustituirlos dichos resultados en la primera igualdad de la ecuación (4):

$$tb = 1 - i - c - g$$

Obtenemos:

Cuadro 4: Solvencia intertemporal para Venezuela, periodo 1980-2000

Tb = 1-i-c-g

1980-85	1986-90	1991-95	1996-2000
13.5%	65.5%	91.7%	95.4%

Este indicador de solvencia se interpreta como la capacidad que tiene el país de generar el balance comercial suficiente para mantener la relación deuda/PIB bajo control, impidiendo que aumente.

Si observamos los dos primeros valores del cuadro 3 y lo comparamos con el primero y segundo cuadro de indicadores de sostenibilidad, nos damos cuenta que no se produce el suficiente balance comercial para mantener la relación de la deuda estable, en el periodo 1980-1985 la deuda externa promedio fue de 50% con respecto al PIB, y 66% en el periodo 1986-1990.

Después se produce un cambio significativo, nuestra capacidad de generar balance comercial aumenta en los dos periodos subsiguientes y la deuda externa disminuye cada vez más (ver cuadro de indicadores 3 y 4). Por lo tanto podemos decir que hemos ido generando un nivel de solvencia suficiente para mantener bajo control nuestra relación deuda/PIB, concluimos entonces que nuestra cuenta corriente es solvente en el tiempo, presentando un valor total promedio de 67% durante los 20 años que dura el estudio.

III.2.- Análisis de los indicadores de sostenibilidad:

Basado en los indicadores y las distintas categorías de estos, mencionadas anteriormente, y tomando en cuenta el problema de la disponibilidad de data presente en Venezuela. los indicadores a ser utilizados en este análisis van a ser los siguientes:

- Balance de la cuenta corriente (como % del PIB)
- Tasa de crecimiento del PIB (%)
- Exportaciones (como % del PIB)
- Deuda externa (como % del PIB)
- Inversión extranjera directa (medida en millones de US$)
- Ahorro nacional Neto (como % del PIB)
- Tipo de cambio real promedio (1984=100)
- Balance consolidado del sector público (como % del PIB)
- Ingresos petroleros (como % del PIB)
- Incertidumbre política
- Estructura financiera

Estos indicadores analizados separadamente no revelan gran cosa, para realizar un análisis de sostenibilidad resulta mejor utilizar una combinación de los distintos indicadores, en lugar de analizarlos separadamente como simples variables.

Cuando analicemos el comportamiento de los indicadores, lo haremos para cada uno de los periodos de crisis de cuenta corriente, y veremos si estos reaccionan de acuerdo a lo dicho en la teoría. Los periodos de crisis que analizaremos son: 1982; 1986-1988; 1992-1993 y 1998.

Los datos que hemos utilizado para confeccionar nuestros cuadros de indicadores fueron extraídos de bases de datos estadísticos del banco central de Venezuela (BCV), del fondo monetario internacional (FMI), de la corporación andina de fomento (CAF). en lo referente al indicador de incertidumbre e inestabilidad política nos enfocamos en los trabajos de politólogos que han estudiado estos aspectos[19]

Nivel de apertura (exportaciones como porcentaje del PIB):

Al observar los valores notamos que representan un alto porcentaje del PIB, pero también podemos observar que existe una clara volatilidad en este indicador.

La volatilidad que se presenta en este indicador se debe a que nuestras exportaciones se encuentran conformadas principalmente por petróleo y sus derivados,

[19] **RIOS, Germán y Enzo del Búfalo.** "Venezuela: from Stability to Turmoil" Corporación Andina de Fomento, pp28-38, 2002.

lo que hace que nuestras exportaciones se encuentren sujetas a las fluctuaciones del mercado internacional del hidrocarburo. (ver gráfico 7)

Grafico 7: Exportación/PIB Vs. Precio del barril de petróleo

Nuestro sector de exportaciones es bastante grande, lo que nos permite y permitirá generar una mayor cantidad de ingresos por intercambio comercial, pero el tamaño también incrementa nuestra vulnerabilidad frente a shocks comerciales, tales como, por ejemplo, el cese de intercambios comerciales con nuestro principal comprador de hidrocarburo como lo es Estados Unidos. Eso sin mencionar que también se incrementa el riesgo de incumplimiento de deuda, recordando que el pago de la deuda se realiza a través de las ganancias obtenidas por las exportaciones.

En el cuadro de indicadores observamos que ocurre una disminución del volumen de las exportaciones justo antes que se presente una crisis y que normalmente se mantiene mientras esta transcurre, en 1982 las exportaciones cayeron de un 31.6% con respecto al PIB a un 25.9%, hay una leve recuperación pero vuelve a caer antes de la crisis de 1986-1988, lo mismo ocurre en los otros dos periodos de crisis.

Podemos entonces decir que una disminución sostenida en el nivel de exportaciones suele desencadenar una crisis de cuenta corriente.

Índice del tipo de cambio real (1984=100):

"Un episodio de crisis se encuentra caracterizado por una apreciación del tipo de cambio real, previamente al periodo de crisis"[20]

En el caso de la cuenta corriente de Venezuela se cumple totalmente esta afirmación, en los años previos a las crisis de cuenta corrientes de 1982; 1986-1988; 1992-1993 y 1998, el tipo de cambio real sufría de una apreciación, llegando incluso a la sobrevaloración (ver los cuadros de indicadores).

---

20 **Milesi-FERRETI, Gian Maria y Assaf Razin.** "Sustainability of Persistent Current Account Deficits", NBER Working Paper 5467, 1996. pg 26

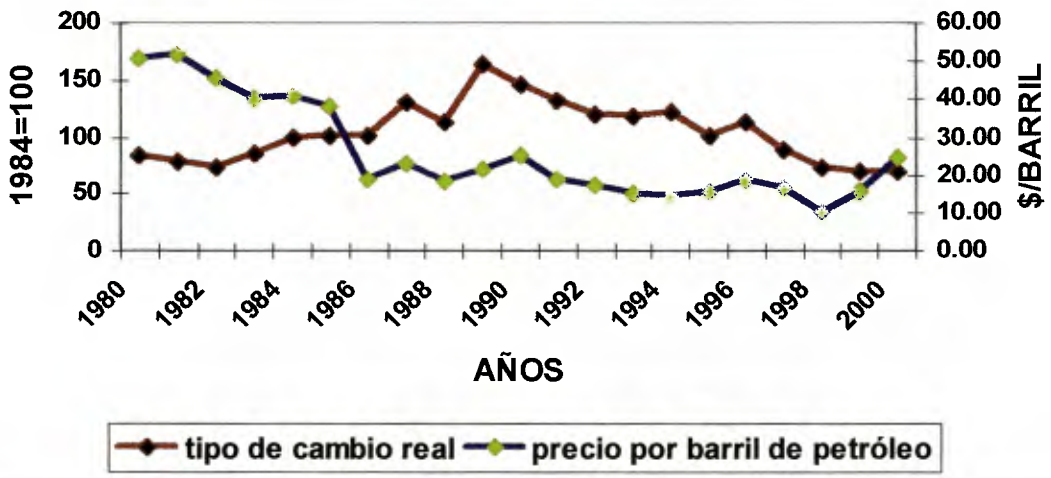
El régimen de tipo de cambio fijo utilizado hasta 1983 tenía por objeto disciplinar la política monetaria y fiscal del país, pero este efecto nunca se obtuvo, el desequilibrio fiscal se mantuvo en Venezuela (ver cuadro 2). Después, cuando se presentó el régimen de control de cambios (1983-1989) era básicamente para impedir la salida de divisas buscando de alguna manera estabilizar la economía, luego entre 1989 y 1992, se utilizó el régimen de la flotación cambiaria junto con medidas de restricción fiscal y monetarias, reglas establecidas para controlar los efectos inflacionarios producto del control de cambios.

Entre 1992 y 1994 el modelo del crawling peg entra al juego, en el gráfico 8 podemos apreciar esta etapa claramente, en esta etapa el banco central de Venezuela (BCV) intervenía activamente para mantener la cotización estable.

Desde 1994 hasta 1996 volvía a repetirse un control de cambios, pero hay que aclarar que este no formaba parte de algún plan económico por parte del gobierno para restituir los equilibrios, era mas bien una cortina de humo que buscaba ganar tiempo debido a la aguda crisis financiera que se avecinaba.

A partir de 1996 Venezuela comenzó a utilizar un sistema de bandas cambiarias, como parte de la política de utilizar el tipo de cambio como un ancla nominal para controlar la inflación, en efecto la inflación comenzó a descender, pero se produjo un decrecimiento de la economía y un aumento del nivel de desempleo.

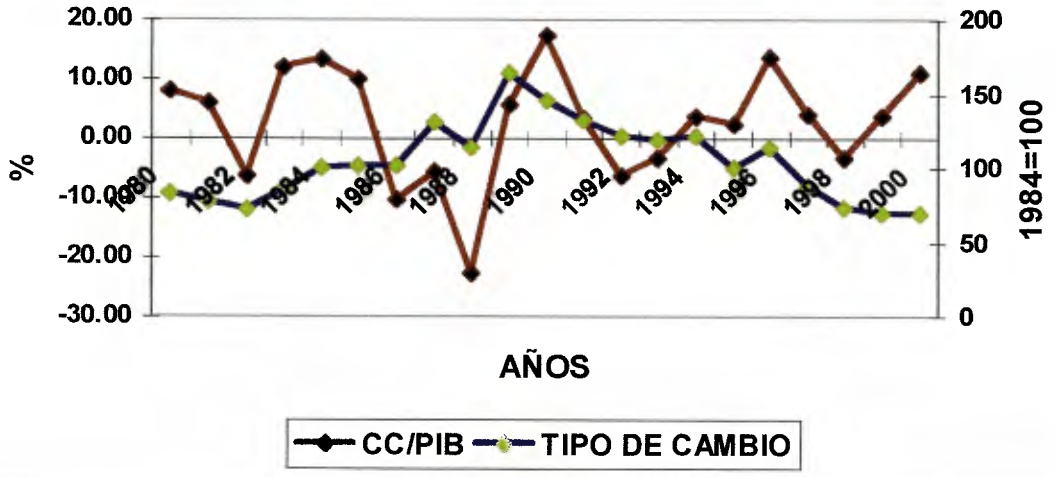
Grafico 8: Tipo de cambio real Vs. Barril de petróleo



Fuente: banco central de Venezuela

Como podemos observar en el grafico 8, existe una especie de relación inversa entre uno y otro, cuando el precio del barril de petróleo se encuentra alto el tipo de cambio real tiende a apreciarse, mientras que ocurre todo lo contrario cuando el precio cae. Es obvio que mientras menor sea el precio del barril de petróleo, menores serán los ingresos obtenidos y esto produce una reacción en cadena de desequilibrio, tanto a nivel fiscal como a nivel de cuenta corriente, el cual puede ser claramente visto en el tipo de cambio real. (ver grafico 9).

Grafico 9:Tipo de cambio real Vs. Saldo en la cuenta corriente



Fuente: banco central de Venezuela

Si observamos la tabla de indicadores 4, vemos que en los últimos años del periodo se presenta una apreciación clara del tipo de cambio real, lo que, si la teoría es correcta, representa un claro signo de una crisis de cuenta corriente en un futuro próximo.

Luego de haber analizado el tipo de cambio real, podemos decir que constituye un estupendo predictor de futuras crisis de cuenta corriente.

Ahorro e inversión (como porcentaje del PIB):

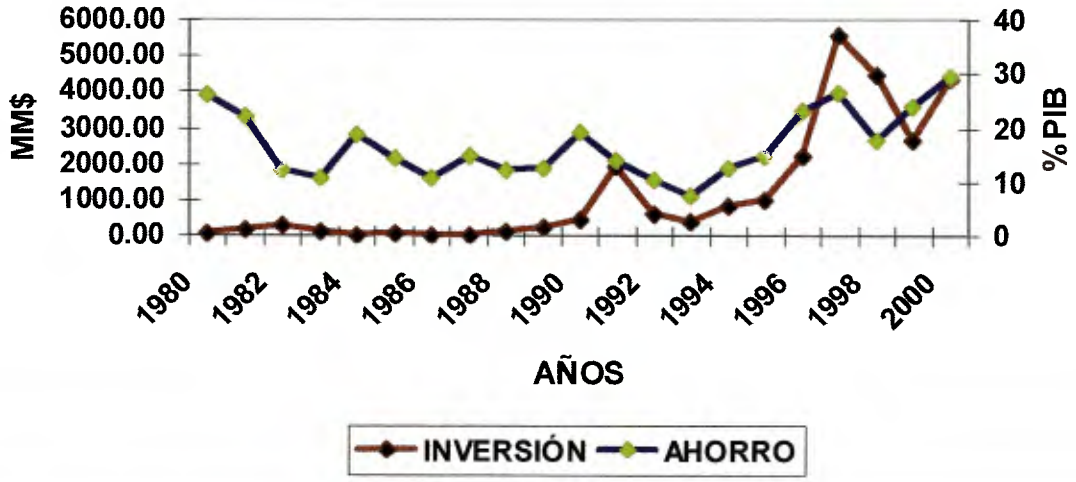
El ahorro nacional bruto en Venezuela, al igual que en el caso del país vecino[21], sufre de una contracción en su tasa de ahorro antes y durante el periodo de déficit en la cuenta corriente, cuando existe una tasa de ahorro baja en presencia de déficit en la cuenta corriente es un indicativo de la existencia de insolvencia intertemporal y esto reduce la credibilidad del país frente a los inversionistas extranjeros.

En el caso de Venezuela, si observamos los cuadros de indicadores vemos que efectivamente se cumple lo explicado en la teoría. Decimos de manera parcial porque efectivamente el nivel de ahorro si desciende antes y durante los periodos de crisis (ver cuadro 1, 2, 3 y 4). En lo que respecta a la inversión el comportamiento es algo diferente, más errático y no tan útil para predecir una posible crisis de cuenta corriente.

En los cuadros de indicadores observamos que la caída en los niveles de inversión normalmente se producen durante el período de crisis, por supuesto al haber un bajo nivel de ahorro implica una reducción en el nivel de inversión y una disminución en la capacidad futura de producción, lo que permitiría el repago de la deuda futura (ver grafico 10).

[21] **RIOS GERMAN**. "Current Account sustainability: the Case of Brazil" George Washington University, 2001

Grafico 10: Inversión Vs. Ahorro



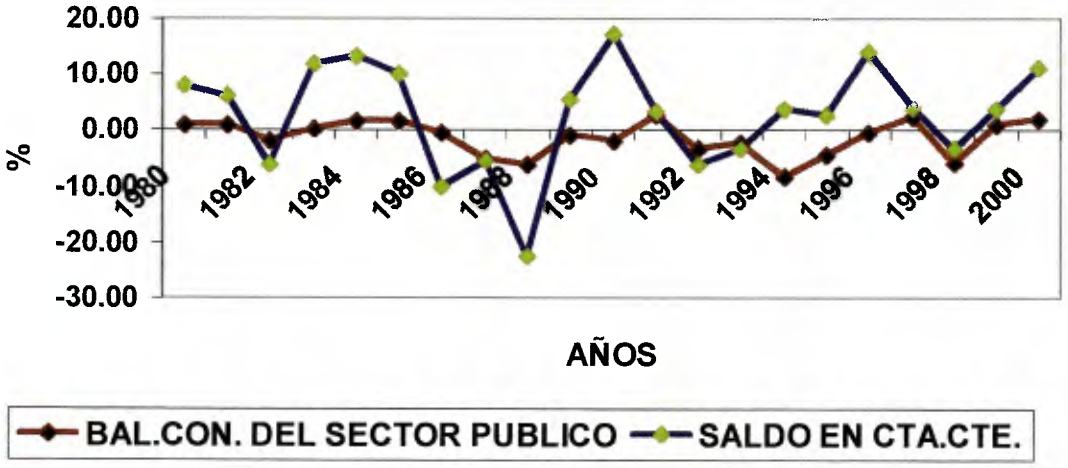
fuente: Fondo Monetario Internacional y BCV

Balance consolidado del sector público (como porcentaje del PIB):

Observando los resultados obtenidos en estudios anteriores[22], pareciera ser que no existe una relación sistemática entre el déficit fiscal y la sostenibilidad de la cuenta corriente. (ver grafico 11)

[22] **RIOS GERMAN**. "Current Account sustainability: the Case of Brazil" George Washington University, 2001
MILESI-FERRETI, Gian Maria y Assaf Razin. "Current Account Sustainability", Princeton studies in international finance, 1996, N°81, p30-55.

Grafico 11:Balance consolidado del sector publico Vs. saldo en la cuenta corriente

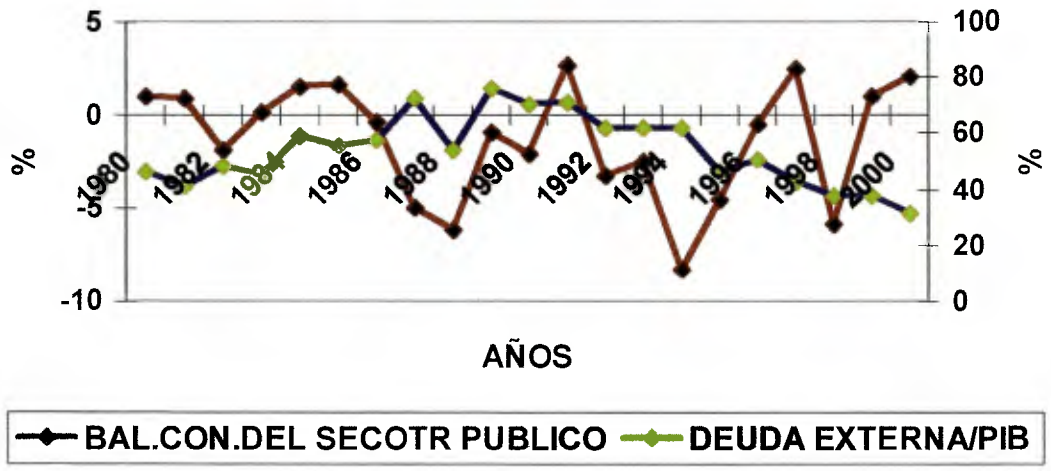


Fuente: Banco Central de Venezuela

Sin embargo, este es un factor clave para explicar la situación de solvencia intertemporal de Venezuela (ver grafico 12). Cuando en una economía como la nuestra se presenta una constante situación de déficit fiscal (ver cuadro de indicadores 1, 2, 3 y 4), el gobierno se endeuda cada vez más.

La presencia de desbalances fiscales generan, o suelen generar, una disminución en la confianza y en la credibilidad del país frente a los inversionistas, justamente en lo que se refiere al repago de las deudas.

Grafico 12: Deuda externa Vs. Balance consolidad del sector publico



fuente: Banco Central de Venezuela

Otro punto importante a recordar en este ámbito, es nuestra dependencia económica frente a la industria petrolera, a menores ingresos petroleros producto de las exportaciones menor será nuestra capacidad para repagar la deuda externa, lo que reduce aun más la confianza de los inversionistas.

Si observamos los cuadros de indicadores vemos que en los diferentes periodos (ver cuadros de indicadores 1, 2, 3 y 4) de crisis de cuenta corriente también hubo déficit fiscal y que en todos y cada uno de los años anteriores a estos el balance fiscal presentaba saldo positivo. Resulta obvio el porque de ésta situación, pues al depender nuestros ingresos fiscales principalmente de los ingresos petroleros, si se produce una

disminución de los mismos se incurre en una disminuye los ingresos fiscales haciéndose insostenible el balance fiscal.

Inestabilidad política, incertidumbre:

Como ya se mencionó en el capítulo I, este indicador se mide a través de la cantidad de gobiernos y de golpes de estado o de problemas de gobernabilidad, que pueden afectar la percepción del riesgo país que tengan los inversionistas extranjeros.

Nosotros en la medición de este indicador le agregaremos hechos de desobediencia civil ocurridos en el país, junto con los puntos mencionados en el párrafo anterior. Pienso que es necesario hacerlo porque no es una condición necesaria que ocurra un golpe de estado para que inmediatamente tengamos incertidumbre e inestabilidad política, en el año de 1989 ocurrió un hecho de desobediencia civil muy fuerte que produjo una inestabilidad política fuerte y un nivel de incertidumbre. Igual ocurre al final de periodo, vemos que las condiciones políticas del país son muy inestables y sin embargo no han existido intentos de golpe, pero si se han presentado hechos de desobediencia civil que tienen el mismo efecto frente a la confianza de los inversionistas.

Venezuela para antes de 1992 presentaba una situación política muy estable, especialmente gracias a los acuerdos realizados entre los diferentes partidos políticos en el llamado pacto de Punto Fijo, el cual representaba un paso enorme hacia la democracia

como la conocíamos. Los gobiernos anteriores gozaron de una estabilidad política envidiable, tanto era así que nuestro país era el único de Latinoamérica con una estructura de gobierno no militarizada, lo que hacía que fuésemos atractivos para la inversión y nos colocaba en otra categoría.

A partir de 1983 los indicadores socioeconómicos comenzaron a decaer, debido a las medidas tomadas por el gobierno de turno, lo que causó que los indicadores de gobernabilidad cayeran también. El gobierno de Venezuela desde hace mucho tiempo siempre estaba constituido por uno de los dos partidos más importantes del país: AD y COPEI, sin embargo, la población poco a poco se fue decepcionando de estos dos gigantes de la política debido a que sus condiciones de vida se deterioraban cada vez mas, a causa de las políticas implementadas, que no siempre eran las mas adecuadas para hacer que la economía creciera y que el pueblo se beneficiara de ello.

La incertidumbre política que se venía gestando con los hechos ocurridos en 1989 en Venezuela, alcanzó su clímax el 4 de febrero de 1992, con el golpe de estado y la salida del presidente Carlos Andrés Pérez, ceñida a las leyes en concordancia con nuestra estructura democrática. Nunca más en nuestro país se volvió a tener una estabilidad política como la tuvimos hasta esa fecha, el daño causado a nuestra estructura política y en nuestra imagen a nivel internacional resultó devastadora, la inversión en el país se redujo de una manera drástica, la confianza en nuestro sistema democrático se había perdido.

A partir de 1992, los gobiernos de turno fueron perseguidos por el fantasma del 4 de febrero. Muchos de los gobiernos no gozaban del apoyo del congreso lo que dificultaba la aplicación de políticas y de planes económicos que fueran en contra de los intereses de unos pocos.

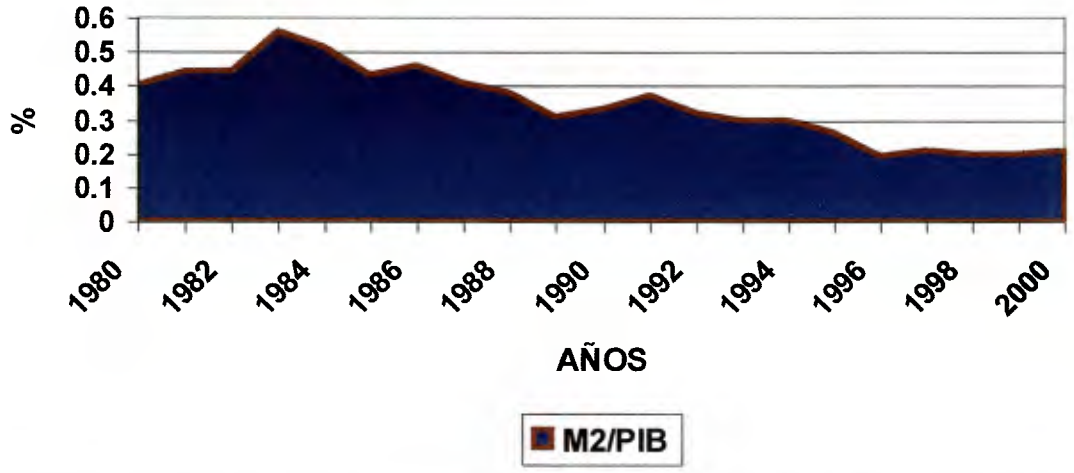
En 1998 llega lo que la población creyó era la salvación de Venezuela, la llegada por la vía democrática al poder del presidente Chávez. Actualmente se vive un clima de incertidumbre política enorme: la inestabilidad de los poderes públicos, el mismo discurso del presidente, enfrentamientos constantes entre los adeptos al gobierno y los opositores, es en este último lapso del periodo de estudio cuando la inestabilidad política, la incertidumbre y la credibilidad de nuestro país han llegado a limites insospechados, los inversionistas temen realizar fuertes inversiones en Venezuela a causa de la falta de un marco legal que los defienda y les proporciones seguridad jurídica, esto sumado al discurso del presidente que constantemente ataca a los empresarios, medios de comunicación, el clima de violencia que pulula en el país, los constantes atropellos por parte de las autoridades, etc.

Sector financiero:

En Venezuela, el sector financiero ha estado dominado por entidades bancarias, dejando poco o ningún espacio a fuentes alternas de financiamiento. El sistema financiero venezolano presentaba una situación relativamente estable hasta antes de

1992. La suma de los sucesos del 4 de febrero, la caída de los precios del petróleo, etc. Llevaron a la crisis bancaria ocurrida en 1994, cuando el banco central no fue capaz de realizar su papel de prestamista de última instancia.

Gráfico 13: Liquidez monetaria



Fuente: Banco Central de Venezuela

Si observamos el gráfico 13 donde se muestra nuestro indicador de intermediación financiera (ver también los cuadros de indicadores), vemos que presenta un nivel relativamente estable hasta 1988, entre un 40% y 60%, pero luego de 1988 comienza a caer de manera sostenida, alcanzando al final del periodo apenas un mísero 20%, lo que representa una desmonetización de la economía de enormes proporciones. Esta desmonetización tiene un efecto negativo en los indicadores de ahorro e inversión, pues no hay suficiente dinero en la economía para realizar las transacciones. Este nivel

de ineficiencia nos hace más vulnerables a los shocks y los cambios en disposición invertir en el país por parte de los inversionistas.

Flujo de capitales:

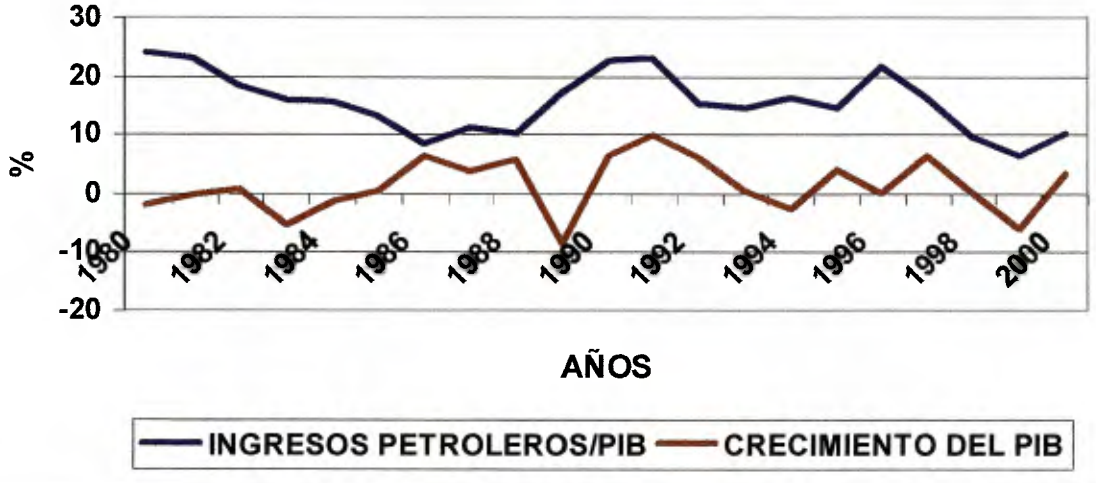
Venezuela posee una cuenta de capitales con un nivel de apertura considerable. Existen muy pocos (por no decir ninguno) tipo de control para el ingreso y salida de capitales en nuestro país, lo que según la teoría debería disciplinar nuestras políticas domésticas pero en realidad esto no ocurre.

Nuestra economía resulta extremadamente vulnerable a cualquier tipo de shock externo, ya sea por una variación en los precios del petróleo a nivel mundial o un cambio en los convenios de comercio, lo que hace que nuestra cuenta corriente sea poco resistente frente a los shocks externos.

Ingresos petroleros (como porcentaje del PIB):

En indicadores anteriores hemos hecho hincapié en la importancia de los ingresos petroleros. El petróleo al ser nuestra principal fuente de ingresos es el principal causante de las fluctuaciones en la cuenta corriente, y por ende de su sostenibilidad.

Grafico 14: Ingresos petroleros Vs. Crecimiento del PIB



fuente: Banco Central de Venezuela

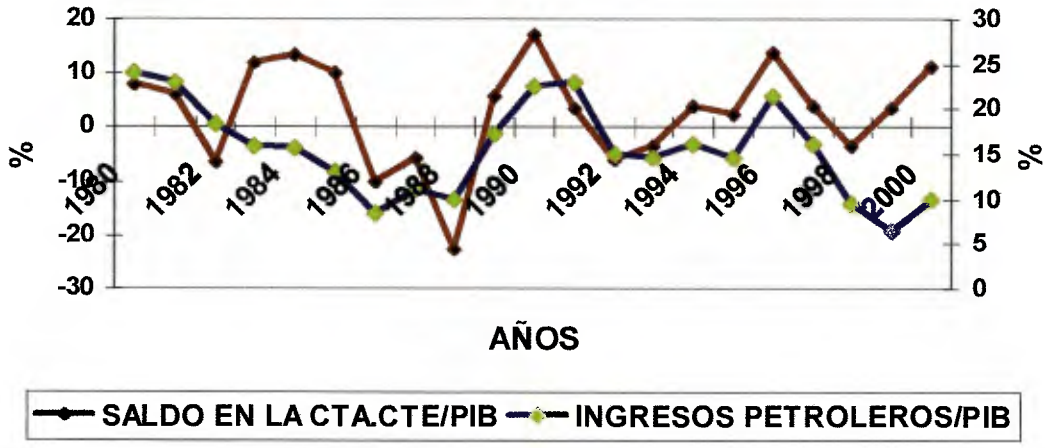
Un país que presenta una tasa de crecimiento del PIB en constante crecimiento puede darse el lujo de mantener déficits en la cuenta corriente sin incurrir a aumentar la relación deuda PIB[23]. En Venezuela a principio del periodo de estudio mantuvo una tasa de crecimiento promedio del PIB de 0.7%, lo cual es un valor bajo para un país con un nivel de exportaciones tan grande como el nuestro, la volatilidad de nuestra tasa de crecimiento es generada por nuestra ineficiencia a nivel productivo, la sobrevaluación del tipo de cambio, etc.

Nuestra cuenta corriente presenta en la primera década del periodo de estudio un valor de 1.02% con relación al PIB, este valor tan bajo se debe a las constantes

[23] Mencionado en el capítulo I

fluctuaciones de los precios del barril de petróleo, lo que reduce nuestros ingresos por exportaciones y terminamos importando mas de lo que exportamos.

Grafico 15: Ingresos petroleros Vs. Saldo en la cuenta corriente



fuente: Banco Central de Venezuela

En el grafico 15, vemos claramente la relación entre los ingresos petroleros y como afecta su variación al saldo en la cuenta corriente, sin embargo notamos que las variaciones en la cuenta corriente se han ido suavizando con el pasar de los años, debido principalmente a la diversificación de las exportaciones en el sector no petrolero.

Los indicadores nos muestran (ver cuadro de indicadores 1, 2, 3 y 4) que al producirse una disminución sostenida en nuestros ingresos petroleros, se produce una disminución en nuestro nivel de exportaciones, esto a su vez genera un desbalance en nuestra cuenta corriente. Pero si observamos detalladamente en el cuadro de indicadores

1 y 2, nuestros ingresos petroleros caen de manera sostenida hasta la crisis de 1986-1988 y sin embargo la cuenta corriente presentó saldo positivo en lapso de tiempo entre una crisis y otra, lo mismo ocurre con las crisis de 1992-1993 y 1998.

En resumen, la cuenta corriente de Venezuela ha presentado situaciones de crisis en varias ocasiones, los indicadores que hemos utilizado han predicho correctamente las diferentes crisis y la recuperación posterior. En 20 años, Venezuela ha presentado 4 crisis de cuenta corriente, sin embargo no todas fueron causadas por una disminución en los ingresos producto de las exportaciones petroleras (ver cuadro de indicadores), inclusive hubo situaciones de crisis donde el ingreso petrolero se mantuvo alto y aun así se presentó la crisis (ver cuadro de indicadores 3), lo que nos conduce a concluir que las fluctuaciones en los ingresos petroleros no son los únicos causantes de las diferentes crisis de cuenta corriente que se han presentado, debemos tomar en cuenta también la incertidumbre política (crisis de 1992-1993 y de 1998), la cual acarrea consigo la disminución de ahorro e inversión.

Cuadro de indicadores 1:

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Balance de la Cta. Cte. (% del PIB)	8	6	-6.3	12	13.4	9.9
Crecimiento del PIB (%)	-2	-0.3	0.7	-5.6	-1.4	0.2
Exportaciones (como % del PIB)	33.7	31.6	25.9	23.4	28.2	23.3
Deuda externa (como % del PIB)	46.3	41.2	48.3	45.4	59	55.4
Inversión extranjera directa (en millones de US$)	55	184	257	86	18	68
Ahorro nacional neto (como % del PIB)	25.9	22	12.2	10.6	18.7	14.2
Índice del tipo de cambio real (1984=100)	0.83	0.78	0.73	0.85	1	1.01
Balance consolidado del sector público (como % del PIB)	1	0.8	-1.9	0.1	1.5	1.6
Ingresos petroleros (como % del PIB)	24	23	18.3	15.8	15.6	13
Incertidumbre política	baja	baja	baja	media	media	media
Estructura financiera (como M2/PIB)	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.4

Cuadro de indicadores 2:

	1986	1987	1988	1989	1990
Balance de la Cta. Cte. (% del PIB)	-10	-5.6	-23	5.6	17.2
Crecimiento del PIB (%)	6.5	3.6	5.8	-8.6	6.5
Exportaciones (como % del PIB)	20	20.9	20.6	33.3	39.5
Deuda externa (como % del PIB)	57.1	72.3	53.8	76.2	70.2
Inversión extranjera directa (en millones de US$)	16	21	89	213	451
Ahorro nacional neto (como % del PIB)	10.5	14.7	12.2	12.6	19.2
Índice del tipo de cambio real (1984=100)	1.01	1.3	1.14	1.64	1.46
Balance consolidado del sector público (como % del PIB)	-0.4	-5	-6.2	-1	-2.1
Ingresos petroleros (como % del PIB)	8.3	11	9.9	17.1	22.4
Incertidumbre política	media	media	baja	media	alta
Estructura financiera (como M2/PIB)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3

Cuadro de indicadores 3:

	1991	1992	1993	1994	1995
Balance de la Cta. Cte. (% del PIB)	3.3	-6.2	-3.4	3.8	2.5
Crecimiento del PIB (%)	9.7	6.1	0.3	-2.8	4
Exportaciones (como % del PIB)	31.4	26.4	27	30.7	27.1
Deuda externa (como % del PIB)	70.8	61.8	61.4	61.4	45.8
Inversión extranjera directa (en millones de US$)	1916	629	372	813	985
Ahorro nacional neto (como % del PIB)	14	10.1	7.3	12.3	14.6
Índice del tipo de cambio real (1984=100)	1.31	1.21	1.18	1.22	1.01
Balance consolidado del sector público (como % del PIB)	2.7	-3.3	-2.5	-8.3	-4.6
Ingresos petroleros (como % del PIB)	23	15	14.5	16.2	14.5
Incertidumbre política	alta	alta	media	media	media
Estructura financiera (como M2/PIB)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

Cuadro de indicadores 4:

	1996	1997	1998	1999	2000
Balance de la Cta. Cte. (% del PIB)	13.8	4	-3.4	3.6	11.1
Crecimiento del PIB (%)	-0.2	6.4	-0.1	-6.1	3.2
Exportaciones (como % del PIB)	36.5	26.7	18.3	20.3	28.6
Deuda externa (como % del PIB)	50.6	42.3	37.6	37.7	31.4
Inversión extranjera directa (en millones de US$)	2183	5536	4435	2669	4357
Ahorro nacional neto (como % del PIB)	23.3	26.5	17.6	23.8	29.5
Índice del tipo de cambio real (1984=100)	1.13	0.88	0.74	0.7	0.7
Balance consolidado del sector público (como % del PIB)	-0.5	2.4	-5.9	1	2
Ingresos petroleros (como % del PIB)	21.5	16.2	9.5	6.3	10
Incertidumbre política	media	media	alta	alta	alta
Estructura financiera (como M2/PIB)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

CAPÍTULO IV:

CONCLUSIONES

El análisis de los indicadores propuestos por Milesi-Ferreti y Razin en sus estudios de sostenibilidad de la cuenta corriente se cumplen a cabalidad para cada una de las crisis del caso venezolano. Disminución del sector de exportaciones antes y durante las crisis, disminución del ahorro, apreciación del tipo de cambio real, la caída de los ingresos petroleros como uno de los factores generadores de la crisis, desbalances fiscales en los diferentes periodos, un débil sistema financiero, incertidumbre e inestabilidad política como otro de los factores generadores, todos ellos demuestran el cumplimiento de la teoría. Hay que mencionar que, tanto el tipo de cambio real, el nivel de ahorro, el balance fiscal, el nivel de exportaciones petroleras y el sector de exportaciones en general funcionan muy bien como variables predictoras de futuras crisis de cuenta corriente.

En lo referente a la solvencia intertemporal, Venezuela presenta un valor promedio total de 67%, debido principalmente al bajo desempeño de la economía en los primeros años del estudio. Podemos decir con todo y eso que nuestra cuenta corriente es solvente al largo plazo, ya que se ha logrado reducir y mantener bajo control la deuda externa de nuestro país.

En estudios futuros sobre el tema de sostenibilidad de la cuenta corriente de Venezuela y de su posible predicción, debe enfocarse principalmente en el sector de exportaciones, los ingresos petroleros, el tipo de cambio real, el nivel de ahorro y la incertidumbre política, ya que estas variables funcionan como predictores, bastante

precisos si se quiere, de la posible situación que presentaría el saldo de la cuenta corriente a futuro.

En el periodo de estudio la cuenta corriente resultó sostenible a largo plazo, sin embargo al final del periodo las variables predictoras están señalando una posible crisis de cuenta corriente en un futuro próximo.

BIBLIOGRAFIA

- **ADES, Alberto y Federico Kaune.** "A New Measure of current account Sustainability for Developing countries", Goldman-Sach Emerging Markets Economic Research, 1997.

- **ALESINA, Alberto y Guido Tabellini.** " External Debt, Capital Flight and Political Risk". Journal of International Economics. Pp. 199-220, N° 27, Noviembre 1989.

- **ANTIVERO, Ignacio.** "Series estadísticas de Venezuela de los últimos 50 años". Banco Central de Venezuela, tomos I; III; V y VI, 1992.

- **Banco Central de Venezuela.** "Anuario de Cuentas Nacionales" Banco Central de Venezuela, 1991.

- **Banco Central de Venezuela.** "Anuario de Cuentas Nacionales" Banco Central de Venezuela, 1992.

- **Banco Central de Venezuela.** "Anuario de Cuentas Nacionales" Banco Central de Venezuela, 1993.

- **Banco Central de Venezuela.** "Anuario de Cuentas Nacionales" Banco Central de Venezuela, 1994.

- **Banco Central de Venezuela.** "Anuario de Cuentas Nacionales" Banco Central de Venezuela, 1995.

- **Banco Central de Venezuela.** "Anuario de Cuentas Nacionales" Banco Central de Venezuela, 1996.

- **Banco Central de Venezuela.** "Anuario de Cuentas Nacionales" Banco Central de Venezuela, 1997.

- **Banco Central de Venezuela.** "Anuario de Cuentas Nacionales" Banco Central de Venezuela, 1998.

- **Banco Central de Venezuela.** "Anuario de Cuentas Nacionales" Banco Central de Venezuela, 1999.

- **Banco Central de Venezuela.** "Anuario de Cuentas Nacionales" Banco Central de Venezuela, 2000.

- **BARRO. Robert.** " Are Governments Bonds Net Wealth?". Journal of Political Economy. Pp1095-1117, N° 82, Noviembre 1974.

- **CALDERON, C., Chong, A., Loayza, N.** "Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries", Central Bank of Chile. DEPTO PUBLICACIONES Casilla 967 Santiago-Chile, 1999.

- **CLINE, William.** "International Debt Reexamined", Washington D.C., Institute for International Economics, 1995.

- **COHEN, Daniel.** "The Sustainability of African Debt", mimeo, CEPREMAP, September, 1995.

- **CORSETTI, Giancarlo, y Nouriel Roubini.** "Fiscal Deficits, Public Debt and Government Solvency: Evidence from OECD Countries", Journal of the Japanese and International Economies, 5, diciembre 1991.

- **DIAZ-ALEJANDRO, Carlos F.** " Latin American Debt: I don't Think We are in Kansas Anymore". Brookings Papers on Economic Activity. Pp 335-389, N° 1, 1984.

- **EDWARDS, Sebastian.** "Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment". Cambridge, Mass., MIT press. 1989.

- **GHEZZI, Piero y Liliana Rojas-Suárez.** "Current Accounts: Can They Achieve Sustainability?". Deutsche Bank Global Market Research, 2000.

- **GHOSH, Atish R. y Jonathan D. Ostry.** "Export Instability and the External Balance in Developing Countries", staff papers 41 no. 2, Junio, pp 214-35, FMI 1995.

- **JAPPELLI, Tulio y Marco Pagano.** "Saving, Growth, and Liquidity Constraints". Quarterly Journal of Economics. Pp. 83-109, N° 109, Febrero 1994.

- **KRUGMAN, Paul.** " A Model of Balance-of-Payments Crises", Journal of Money, Credit and Banking, pp 311-325. N°11, 1979.

- **LANE, Philip y Gian Maria Milesi-Ferreti.** "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries". Discussion Paper Series, Center for Economic Policy Research, 1999.

- **LARSSON, Fredrik.** "Current account Sustainability: Have Argentina, Mexico and Australia Been Living beyond Their Means?" Bachelor Thesis in economics, Department of Economics, Lund University, 2001.

- **MILESI-FERRETI, Gian Maria y Assaf Razin.** "Sustainability of Persistent Current Account Deficits". NBER Working Paper 5467, 1996.

- **MILESI-FERRETTI, Gian Maria y Assaf Razin.** "Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences", NBER Working Paper 5791.

- **MILESI-FERRETTI, Gian Maria y Assaf Razin.** "Current Account sustainability ". Princeton Studies in International Finance, N° 81, 1996.

- **OBSFELD Y ROGOFF.** " The intertemporal approach to the current account", NBER Working Paper, 4893. 1994.

- **PINEDA, Julio y José Guerra.** "Trayectoria de la política cambiaria en Venezuela". Banco Central de Venezuela, Presidencia de estudios, febrero, 2000.

- **RIOS, Germán y Enzo del Búfalo.** "Venezuela: from Stability to Turmoil" Corporación Andina de Fomento, pp28-38, 2002.

- **RIOS, Germán.** "Current Account Sustainability: the Case of Brazil", the George Washington University, 2001.

- **STIGLITZ, Joseph y Andrew Weiss.** "Credit Rationing in Models with Imperfect Information." Brookings Papers on Economic Activity 1, pp1-95, 1995.