

PEDRO A. PALMA

■ —

Economista (UCAB). Master en Administración de Negocios (Wharton School). Master y Ph.D. en Economía (Pennsylvania University). Profesor Titular del IESA. Socio Fundador de MetroEconómica. Miembro del Comité Ejecutivo del Proyecto Link (NN.UU. y Pennsylvania University). Ex Presidente de la Cámara Venezolano-Americana de Industria y Comercio (VenAmCham) (2000-2001). Miembro del Latin American Executive Board de la Escuela Wharton. Individuo de Número Fundador de la Academia Nacional de Ciencias Económicas.



LA POLÍTICA CAMBIARIA EN VENEZUELA

Pedro A. Palma*

INTRODUCCIÓN

La alta incidencia petrolera en la economía venezolana ha influido notablemente en su realidad cambiaria durante las últimas décadas. En efecto, la volatilidad de los precios internacionales de los hidrocarburos ha expuesto a esta economía a una serie de violentas fluctuaciones en el valor de sus exportaciones que, a su vez, se han traducido en cambios abruptos en su captación de divisas y en los niveles de sus reservas internacionales. Las expectativas cambiarias, por su parte, han mostrado una alta correlación con el comportamiento de aquellos precios, haciendo que en los períodos en que éstos se ubican en altos niveles se generaliza un convencimiento de que el bolívar se apreciará en términos reales, mientras que cuando bajan surgen las expectativas de devaluación, ante la creencia de que la merma de ingresos de divisas se traducirá en una caída de las reservas internacionales y en una escasez cada vez más intensa de moneda extranjera. Esto último, a su vez, desencadena procesos de fugas de capital, que en algunos casos precipitan ajustes cambiarios abruptos con profundas consecuencias inflacionarias y recesivas.

* El autor agradece la colaboración de muchas personas que hicieron importantes aportes a este trabajo a través de comentarios, sugerencias y apoyo logístico. En especial hay que mencionar a José Barcia, cuyos planteamientos profesionales y soporte logístico fueron de inestimable valor.

Durante las últimas seis décadas se han implantado diversas políticas cambiarias en Venezuela, pudiendo identificarse un primer período de alta estabilidad cambiaria, caracterizado por un sistema de tipos de cambio fijos pero múltiples, que duró, en términos generales, hasta comienzos de la década de los ochenta. Éste fue seguido por otro de alta inestabilidad con tipos de cambio variable, que lleva ya dos décadas y que se inició el 18 de febrero de 1983. No obstante, durante este segundo lapso han existido múltiples y muy diversas políticas cambiarias, pudiendo mencionarse períodos de controles cambiarios, varias maxidevaluaciones del bolívar, sistemas de minidevaluaciones periódicas o *crawling peg*, un sistema de bandas cambiarias y, finalmente, otro de libre flotación del tipo de cambio que se estableció el 12 de febrero de 2002. Durante estos años de prolijos cambios ha surgido un rico debate acerca de cuál debe ser la política cambiaria más idónea para Venezuela.

En las líneas que siguen se analizan las distintas experiencias cambiarias que se han implantado durante las últimas seis décadas y las lecciones que de ellas se pueden extraer. Este análisis servirá para llegar a unas conclusiones que consideramos relevantes sobre la política cambiaria que debería aplicarse en Venezuela, tópico que siempre es de gran importancia y actualidad.

LOS TIPOS DE CAMBIO FIJOS¹

Después que estalló la II Guerra Mundial, Venezuela sufrió un deterioro de importancia de sus transacciones externas, reduciéndose sus exportaciones hacia Europa y sus ventas de petróleo, mientras que las posibilidades de suministros foráneos se vieron severamente restringidas. Eso llevó a que a mediados de 1940 se estableciera un control de cambios administrado por la Oficina Nacional de Centralización de Cambios, la cual fue sustituida meses después por el recién creado Banco Central de Venezuela (BCV), organismo con el que tenían que negociarse las divisas generadas por las exportaciones venezolanas. Las importaciones, por su parte, requerían el permiso de la Comisión de Control de Importaciones, estableciéndose en forma precisa la forma en cómo el BCV debía asignar las divisas que adquiriría. En julio de 1941 se implantó un nuevo esquema cambiario, estableciéndose dos mercados: uno libre y otro controlado, siendo este último administrado por el

¹ Para un análisis más detallado del sistema cambiario de las décadas de los 40, 50 y 60, ver Hernández Delfino (2006), Brewer Carías (1994), Crazut (1990), Silva (1990) y Pelzter (1965).

BCV, organismo al que tenía que venderse la totalidad de las divisas provenientes de las exportaciones de petróleo, así como de café, cacao y ganado vacuno, las cuales representaban aproximadamente el 90% de las ventas externas del país. El resto de las divisas podía ser negociado sin restricción alguna en el mercado libre, en el cual podía intervenir el BCV.

El sistema de tipos de cambio fijos y diferenciales (1941-1960)

El esquema cambiario establecido en julio de 1941 era de tipos de cambio fijos y diferenciales. Así, se ratificó el tipo de cambio de Bs/\$ 3,09 aplicable a las compras de divisas petroleras, vigente desde 1934, y se crearon unos tipos de cambio preferenciales para las exportaciones de café, cacao y ganadería (Bs/\$ 4,60 para las primeras y Bs/\$ 4,30 para las segundas y terceras)². Adicionalmente, se fijó un tipo de cambio de Bs/\$ 3,335 para la venta de dólares a los bancos y de Bs/\$ 3,35 para la venta al público. En esa oportunidad se eliminaron las primas que se les daba en forma de subsidios directos a los exportadores de los productos agrícolas protegidos. La idea era que el diferencial cambiario entre el dólar petrolero y el dólar para el público le generara al BCV los recursos con qué seguir aportando los requeridos subsidios a las exportaciones de café y cacao, pero que ahora se materializaban a través de la adquisición de los dólares generados por esas actividades a precios mucho mayores.

Este sistema estaba muy en línea con el criterio cambiario que se implantaba entonces en Alemania, y que fue aplicado en muchos países en desarrollo, siendo muy común en la América Latina. De acuerdo a éste, el establecimiento de tipos de cambio diferenciales podía servir de fuerte estímulo a las actividades de exportación de distintos sectores productivos. Esto era particularmente relevante en el caso de Venezuela, ya que el sector petrolero, altamente desarrollado, podía funcionar sin problemas con un tipo de cambio relativamente bajo como el de Bs/\$ 3,09, pues aun cuando éste pudiera implicar un bolívar sobrevaluado, sus exportaciones no se afectarían, ya que los precios de los hidrocarburos se establecían en dólares en los mercados internacionales.

Adicionalmente, si bien este esquema podía implicar una carga financiera para la industria al verse las compañías concesionarias obligadas a obtener los bolívares que requerían para cubrir sus costos internos a través de la venta de dólares al BCV a aquel tipo de cambio desfavorable, se argu-

2 Estas últimas tasas preferenciales fueron ajustadas un par de veces en los años subsiguientes (1942 y 1944). En 1942 se eliminó la tasa preferencial para las exportaciones de ganado.

mentaba que dicha carga no era tan gravosa y a la vez permitía establecer tipos de cambio diferenciales que estimulaban las exportaciones de productos de sectores más atrasados e ineficientes, como el agrícola, sin que ello implicara un costo para el instituto emisor. Por otra parte, se argumentaba que mantener un tipo de cambio bajo para el dólar petrolero era beneficioso para el país, pues de esa forma las compañías concesionarias se verían obligadas a traer más divisas para adquirir los bolívares que necesitaban para sus operaciones locales y para hacer frente a sus obligaciones fiscales.

A lo largo de la implantación de este esquema durante casi dos décadas sucedió un fenómeno distorsionante muy característico de estos sistemas de tipos de cambio diferenciales: Los porcentajes de la producción local de café y cacao que se destinaba a satisfacer la demanda interna crecían sostenidamente, haciendo que un porcentaje cada vez mayor de las exportaciones fueran de productos foráneos que eran nacionalizados ilegalmente, para luego ser reexportados a los tipos de cambio preferenciales existentes³.

También es de destacar que durante la implementación del control cambiario establecido en 1941 el tipo de cambio que privaba en el mercado libre estuvo alineado con el oficial (Bs/\$ 3,35), ya que la provisión de dólares al público era abundante. Los ingresos petroleros eran lo suficientemente holgados como para generar las divisas que se requerían para la importación, las cuales estaban muy constreñidas por los problemas de escasez mundial de productos durante los años de la guerra. De hecho, el BCV hizo importantes compras de oro en ese período pues disponía de un excedente de divisas, y sus reservas en moneda extranjera se cuadruplicaron en el período 1940-1944⁴. Esta situación, combinada con la existencia de un mercado libre donde intervenía el BCV, aseguraba que el tipo de cambio libre fuera similar al oficial, no percibiéndose una restricción de importancia en el acceso a las divisas.

En agosto de 1944 se flexibilizó el control cambiario, eliminándose muchas de las restricciones impuestas en los años previos, pero se mantuvo la obligación de venta de las divisas de las compañías petroleras al BCV al tipo de cambio decidido por esa organización, y se determinó que sería el instituto emisor el que continuaría estableciendo los tipos de cambio que regirían en el mercado.

3 Esto, obviamente, generaba altos beneficios, ya que con los bolívares que se obtenían por la venta al BCV de los dólares producidos por aquellas exportaciones se podían comprar muchos más dólares en el mercado libre al tipo de cambio de Bs/\$ 3,35. De hecho, el diferencial entre el tipo de cambio de las exportaciones de café lavado y el aplicable al público llegó a superar el 40%.

4 Ver Hernández Delfino, *op.cit.*, Mayobre, *op.cit.*, Peltzer, *op.cit.*

Una vez finalizada la II Guerra Mundial, la actitud internacional acerca de las políticas cambiarias que debían implementarse cambió substancialmente. El sistema de tipos de cambios diferenciales auspiciado por la Alemania nazi fue puesto de lado, imponiéndose el de tipos de cambio fijo. De hecho, el Acuerdo de Bretton Woods, además de instaurar la convertibilidad del dólar por oro, establecía como uno de sus principales objetivos la estabilidad cambiaria mundial, para lo cual cada país que se afiliara al Fondo Monetario Internacional (FMI) tenía que expresar la paridad única de su moneda en términos de oro, quedando así establecido el tipo de cambio de dicha moneda con respecto al dólar norteamericano, cuya paridad en oro era de 1/35 de onza troy. De esta forma quedaban indirectamente establecidos los tipos de cambio fijo entre todas las monedas, fijándose un período de cinco años para que los países miembros adaptaran sus esquemas cambiarios a la nueva normativa.

Esto generó un interesante debate en Venezuela acerca de cuál debería ser la paridad única del bolívar, inclinándose algunos economistas por la llamada paridad oro con el dólar, que en ese momento estaba en torno a Bs/\$ 3,05. Ello habría implicado una revaluación de importancia del signo monetario en las actividades económicas distintas al petróleo, particularmente en la agrícola, afectando su capacidad competitiva internacional⁵. Sin embargo, la realidad es que Venezuela logró acordar con las autoridades del FMI la preservación del esquema de tipos de cambio diferenciales. Esto fue posible porque el período de cinco años, inicialmente establecido para la conversión al nuevo sistema, se extendió por un período similar y, adicionalmente, Venezuela no requirió de la asistencia financiera del FMI, hecho que en cierto modo le dio mayor libertad para mantener aquel esquema cambiario hasta fines de la década de los 50.

La crisis de 1958-1963

El prolongado período de tranquilidad cambiaria vivido desde comienzos de la década de los 40 llegó a su fin en 1958, año en el que la turbulencia política que siguió al derrocamiento de la dictadura de Pérez Jiménez, creó un clima de incertidumbre que se tradujo en masivas salidas de capital. La situación tendió a agravarse en 1959 y 1960, cuando una serie de intentonas de golpe militar y el recrudecimiento de la actividad guerrillera de extrema izquierda, se combinaron con la instauración del gobierno revolucionario cubano, generalizándose el convencimiento de que el sistema

⁵ Ver E. Peltzer y J.A. Mayobre, *El sistema de cambios en Venezuela*, artículo escrito a fines de 1946 y reproducido en Peltzer (1965), pp. 223-249.

democrático que recién nacía no se sostendría, pudiendo incluso imponerse el comunismo.

La intensa pérdida de reservas internacionales que se produjo durante estos años llevó a que en noviembre de 1960 se estableciera un control de cambios, suspendiéndose de esa forma la libre convertibilidad que había prevalecido por varios lustros. No obstante, se mantuvieron los tipos de cambio diferenciales de Bs/\$ 3,09 para los dólares petroleros y el de Bs/\$ 3,35 para el resto de las actividades, pero supeditándose el acceso de estos últimos a la autorización previa de la autoridad cambiaria⁶. Obviamente, estas limitaciones crearon automáticamente un mercado paralelo en el que el precio de la divisa se establecía por el libre juego de la oferta y la demanda, notándose un sostenido aumento de éste. En marzo de 1961 se oficializó el mercado libre paralelo, en el que existía un tipo de cambio de Bs/\$ 4,70, donde se adquirirían las divisas para la realización de importaciones no esenciales y suntuarias, así como para algunas transferencias y gastos de viaje; por su parte, la tasa controlada de Bs/\$ 3,35 se continuó aplicando al resto de las transacciones.

Es fácil imaginar la proliferación de mecanismos a través de los cuales se burlaban los controles, minimizando su efectividad. La más común era la solicitud de dólares preferenciales para la realización de importaciones que después no se materializaban, o se hacían parcialmente, haciendo que el grueso de aquellas divisas subsidiadas salieran al exterior, o se vendieran en el mercado libre a un precio substancialmente mayor. Ante esto, en abril de 1962 se transfirieron al mercado libre más del 80% de las importaciones y la práctica totalidad de las transacciones financieras, limitándose los dólares preferenciales a importaciones consideradas como esenciales.

Estas medidas de regularización, combinadas con la consolidación del sistema democrático y la disipación de los temores de radicalización política del país, contribuyeron a normalizar la demanda de divisas, estabilizándose el tipo de cambio paralelo. De esta forma se creó la precondition fundamental para el desmantelamiento de los controles y la normalización del mercado cambiario. De hecho, durante el año 1963 se formularon una serie de proposiciones al respecto, privando cada vez más la tesis de la unificación del tipo de cambio y la restitución de la libertad cambiaria.

Entonces se planteaba que el tipo de cambio petrolero de Bs/\$ 3,09 debía abolirse, ya que el mismo le resultaba artificialmente costoso a las

⁶ La minimización de las exportaciones de café y cacao a lo largo de la década de los 50 hizo desaparecer en la práctica los tipos de cambio preferenciales aplicados a estas ventas externas.

compañías concesionarias quienes, en consecuencia, minimizaban sus compras locales de bienes y servicios. Adicionalmente, ya no se justificaba el argumento de que las utilidades cambiarias generadas por el diferencial del tipo de cambio petrolero con el libre era una forma de obtener mayores ingresos fiscales pues, al alinearse las dos tasas, las utilidades brutas de las compañías expresadas en bolívares también aumentarían, incrementándose así el impuesto sobre la renta que éstas tendrían que pagar.

Retorno a la libre convertibilidad con tipos de cambio fijo (1964-1983)

En enero de 1964 se eliminó el control cambiario y se ajustaron las tasas diferenciales. Así, se eliminó el tipo de cambio de Bs/\$ 3,35, estableciéndose uno único, fijo y libre al público de Bs/\$ 4,50, mientras que la tasa aplicada a la compra de dólares petroleros pasó de Bs/\$ 3,09 a Bs/\$ 4,40. En otras palabras, se mantuvieron los tipos de cambio fijos y diferenciales, a pesar de que la disparidad entre ellos se redujo considerablemente, pudiendo interpretarse el nuevo sistema como una cuasi unificación cambiaria⁷.

Aparte de la eliminación de los controles, lo que se hizo en esa oportunidad fue ratificar el esquema que ya se aplicaba a la gran mayoría de las operaciones cambiarias, habiendo sólo una modificación de verdadera importancia en lo concerniente al tipo de cambio aplicado a las operaciones con el sector petrolero y al de extracción del mineral de hierro. Por las razones ya explicadas, esta última decisión no se tradujo en una disminución de los ingresos fiscales, ni produjo una disminución del ingreso de divisas al país proveniente de estas actividades.

El esquema instaurado en enero de 1964 estuvo vigente hasta 1983, introduciéndose unos pequeños cambios a lo largo de estas casi dos décadas. En efecto, en 1971 y 1973, a raíz de la crisis que sufrió el sistema monetario internacional de Bretton Woods y de las depreciaciones del dólar norteamericano, se decidió revaluar el bolívar con respecto a esa divisa, pasando el tipo de cambio libre de Bs/\$ 4,50 a 4,40 en diciembre de 1971, y de 4,40 a

⁷ El tipo de cambio de Bs/\$ 4,40 también se aplicaba a la compra de divisas provenientes de la explotación de mineral de hierro. Bajo el nuevo esquema cambiario se mantuvo la obligación a las compañías petroleras y de extracción de hierro de vender sus dólares al BCV a los fines de obtener los bolívares que requirieran para realizar sus operaciones y para pagar sus obligaciones fiscales. El precio de compra de los dólares provenientes de las exportaciones de café y cacao se estableció a Bs/\$ 4,485. Igualmente, se estableció una bonificación de Bs 1,15 por dólar para las importaciones consideradas como esenciales, limitándose ulteriormente este subsidio a las importaciones de trigo y de leches conservadas.

4,30 en febrero de 1973. El tipo de cambio petrolero, por su parte, también se modificó en esas dos oportunidades, manteniendo el diferencial de Bs 0,10 por dólar con la tasa libre al público. La eliminación del sistema de paridades fijas de Bretton Woods y la instauración del sistema de libre flotación en 1973 implicó que el bolívar flotaría atado al dólar con respecto a terceras monedas, haciendo que desde entonces en épocas de debilidad de la divisa norteamericana Venezuela tendiera a incrementar sus importaciones de ese país, mientras que en los períodos de fortaleza del dólar el origen de nuestras compras externas normalmente se diversificaba, aumentando las adquisiciones en Europa y Japón.

Igualmente, en julio de 1976 se decidió eliminar el sistema de tipos de cambio diferenciales, estableciéndose que todos los dólares que adquiriera el BCV, incluyendo los del sector petrolero, se harían a una tasa de Bs/\$ 4,28, manteniéndose el tipo de cambio para la venta al público en Bs/\$ 4,30.

Sostenibilidad del sistema de tipos de cambio fijo

En esta sección analizaremos las condiciones presentes en la economía que permitieron mantener un sistema de tipos de cambio fijo durante casi cuatro décadas, período temporalmente interrumpido por la crisis y ajuste de los primeros años de los 60. Con este fin en mente, es necesario distinguir dos subperíodos importantes, el de la estabilidad, que privó hasta 1973, seguido por los años comprendidos entre 1974 y 1983. En esta última década, la economía venezolana se vio expuesta a las violentas fluctuaciones creadas por las dos bonanzas petroleras (1974-1975 y 1979-1981), así como por profundos desequilibrios internos, y por crisis externas que tuvieron hondas repercusiones locales, tales como el período de altas tasas de interés internacionales de 1979-1981, y el de la crisis mexicana de 1982, que dio inicio a la crisis de la deuda externa del mundo en desarrollo de los años 80.

El subperíodo de alta estabilidad (1941-1973)

Durante gran parte del lapso comprendido entre 1950 y 1973 la economía venezolana se caracterizó por su estabilidad y fortaleza sostenida, factores que contribuyeron decididamente a poder mantener un tipo de cambio fijo sin mayores inconvenientes, a excepción de los turbulentos años de inicio del período democrático (1958-1963), a los que ya hemos hecho referencia. Incluso, en la difícil década de los años 40, caracterizada por la II Guerra Mundial y por el ulterior proceso de reconstrucción en Europa y Asia y, en el caso específico de Venezuela, por la turbulencia política causada por dos golpes de estado, la economía venezolana mostró solidez.

Ello se debió fundamentalmente a la captación de cantidades cada vez mayores de recursos provenientes del negocio petrolero, lo cual fue po-

sible por la promulgación de la Ley de Impuesto Sobre la Renta en 1942, de la Ley de Hidrocarburos en 1943, del otorgamiento o renovación de las concesiones a las compañías extranjeras en el período 1943-1945, y al establecimiento de mayores impuestos en 1945 y 1947, año este último en el que se estableció el llamado impuesto del *fifty-fifty*, que buscaba una participación igualitaria de los beneficios del negocio petroleros entre las compañías operadoras y el Estado. Durante la década de los cincuenta se tomaron una serie de medidas que incrementaron los ingresos de divisas provenientes de esa actividad. La primera de ellas fue el otorgamiento de nuevas concesiones en los años 1956 y 1957, y la segunda fue la modificación a la Ley de Impuesto Sobre la Renta de 1958, según la cual la participación del Estado en la renta petrolera subió al 60%.

Cuadro 1

Participación fiscal de las utilidades brutas de las compañías concesionarias

Año	Participación
1955	51 %
1960	67 %
1968	68 %
1969	71 %
1970	80 %
1973	83 %

Fuente: Ministerio de Energía y Minas.

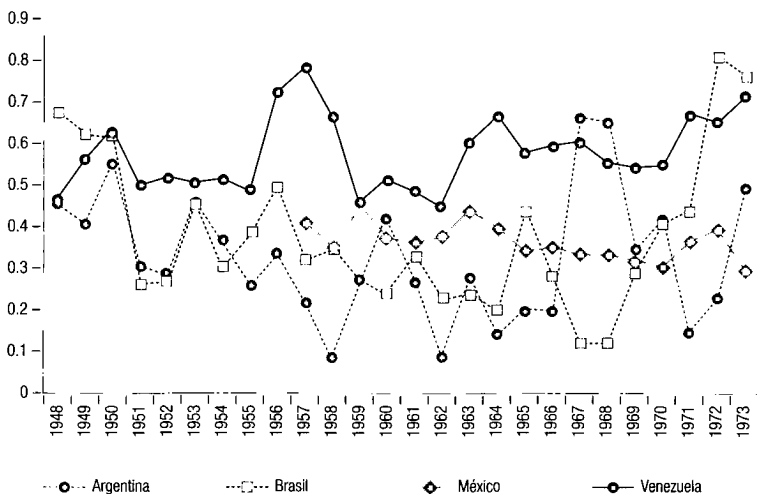
Petróleo y otros datos estadísticos (PODE)

Como puede apreciarse en el cuadro 1, en la década de los años 60 y comienzos de los 70 continuó el proceso sostenido de aumento de la participación del Estado de las utilidades brutas de las compañías concesionarias. Eso fue producto de una serie de acciones, siendo la más importante el establecimiento de los precios de referencia fiscal para la estimación de los resultados financieros de las compañías, decisión que se tomó a mediados de los años 60, con lo que se buscaba establecer unos precios más en línea con las realidades del mercado, en vez de utilizar los precios de realización reportados por las compañías concesionarias. De hecho, estos precios referenciales, que ulteriormente se conocieron como los "valores de exportación", siempre fueron mayores que los precios de realización reportados por las compañías.

Aquella participación cada vez mayor, combinada con unas utilidades en sostenida expansión, generó un flujo de dólares abundante y creciente a lo largo de las tres décadas en estudio. De hecho, los ingresos de divisas del BCV sobrepasaron sus egresos durante casi todos los años de ese lapso,

permitiendo que las reservas internacionales crecieran sostenidamente⁸. Tan sólo en los años críticos de salidas masivas de capital debido a la incertidumbre política (1958-1961), las ventas de divisas del instituto emisor superaron holgadamente sus ingresos, cayendo las reservas internacionales en magnitudes de consideración. No obstante, en esos años críticos la relación de reservas a importaciones se mantuvo en niveles elevados, al punto de que su valor continuó estando entre los más elevados de la América Latina (Ver gráfico 1).

Gráfico 1

Relación reservas internacionales a importaciones

Fuente: FMI, International Financial Statistics.

Esto implicó que durante buena parte de esas tres décadas se cumpliera una de las reglas básicas para la preservación de un sistema de tipos de cambio fijo: el mantenimiento sostenido de la capacidad de satisfacción plena de la demanda de divisas al tipo de cambio fijo establecido, y el convencimiento del público de que esta situación continuaría a futuro. Esto se logró ya que el flujo de divisas que entraba a la economía superaba a los egresos,

⁸ Las nuevas concesiones otorgadas en 1956 y 1957 contribuyeron a aumentar notablemente los ingresos de divisas y las reservas internacionales en poder del BCV. Esto dio un margen de maniobra al instituto emisor para afrontar la masiva demanda de divisas de los años subsiguientes, postergándose el establecimiento de controles cambiarios hasta fines de 1960.

no habiendo razones para pensar que esa situación cambiaría en un futuro previsible. De no privar esa convicción, la formación de expectativas cambiarias adversas habría terminado por incentivar la compra desproporcionada y compulsiva de divisas, hasta hacer insostenible el tipo de cambio fijo.

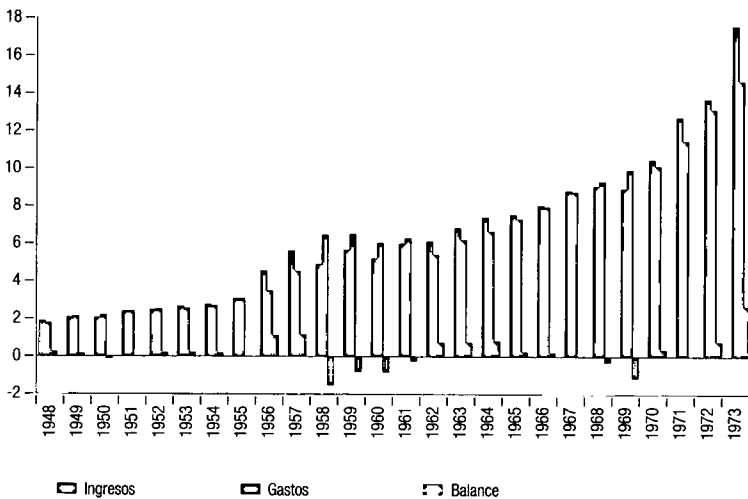
Un elemento que caracterizó a las tres décadas bajo estudio fue la disciplina fiscal que privó en gran parte de ese lapso. Esto fue posible debido a la abundante y sostenida renta petrolera que recibía el gobierno, lo que le permitió por varias décadas mantener un ritmo de gasto suficientemente dinámico para realizar obras públicas, construir viviendas y realizar gastos corrientes, incluyéndose entre estos últimos la prestación de una serie de servicios públicos, como educación, salud, transporté, etc. en forma gratuita o a unas tarifas subsidiadas muy bajas. Esto, sin embargo, se hizo en una forma sostenida, sin variaciones abruptas, y en línea con la evolución de las necesidades de la población. De hecho, a excepción de los turbulentos años del período 1958-1961, el ritmo de expansión del gasto fiscal fue gradual y muy en línea con el ritmo de expansión de la economía, pudiéndose decir que a lo largo de ese período la gestión fiscal fue predominantemente superavitaria, no siendo necesario acudir al endeudamiento ni interno ni externo. Ello se debió a que durante esas décadas los volúmenes de producción y exportación, así como los precios internacionales del petróleo, aumentaron en forma sostenida, pero gradual y sin sobresaltos, por lo que tampoco se produjeron cambios violentos en los ingresos fiscales provenientes de la actividad petrolera, que dieran pie a variaciones abruptas del gasto gubernamental. En otras palabras, en materia fiscal privó la gradualidad y el balance⁹.

La política monetaria de este período se puede caracterizar como conservadora en extremo. La creación de dinero primario o base se concentraba en las operaciones cambiarias del BCV, siendo muy marginales los usos de otros instrumentos de política monetaria como el redescuento, los anticipos, las operaciones de mercado abierto o la variación de encajes. Ello se debía a varias razones, tales como las severas limitaciones que imponía la Ley de Banco Central en materia de adquisición de obligaciones del Estado, que combinado con el escaso desarrollo del mercado de valores local condenaban prácticamente a su inexistencia a las operaciones de mercado abierto. Los redescuentos, por su parte, fueron escasamente utilizados durante las décadas de los 40 y 50, entre otras razones, porque la modalidad de otorga-

⁹ Durante ese lapso se materializó un acelerado proceso de modernización producido por el uso de la cuantiosa y sostenida renta petrolera, que generó los excedentes necesarios para producir aquel proceso. Fue, por decirlo así, el "período de oro" de la economía rentista venezolana. Ver Baptista (1989).

miento de crédito más utilizada por la banca local era el de sobregiro en cuenta corriente. Tan sólo en los años de la crisis de 1958 a 1963 se notó una activación de importancia del redescuento, esto último como mecanismo para dar asistencia financiera a los bancos que perdían depósitos en grandes cantidades debido a la fuga de capitales que se produjo durante esos años¹⁰. Superada la crisis, el instituto emisor volvió a restringir el otorgamiento de asistencia financiera a través de este instrumento. Como producto de lo anterior, la oferta monetaria mostró un moderado ritmo de crecimiento durante las tres décadas en estudio. De hecho, entre 1948 y 1973 la liquidez monetaria (M2) experimentó un crecimiento interanual promedio de 10%, mientras que el PIB real creció a una tasa promedio de 6,2% por año.

Gráfico 2
Gestión fiscal (MMM Bs.)



Fuente: FMI, International Financial Statistics.

Aquellas disciplinas fiscal y monetaria contribuyeron notablemente a mantener la inflación en muy bajos niveles durante esa época, siendo ésta una de las más bajas en la América Latina, y comparable, –o menor en algunos casos– a la existente en los países industrializados. (Ver cuadro 2 y gráfico 3).

¹⁰ Para una explicación más detallada sobre la política monetaria de estos años ver Crazut (1990).

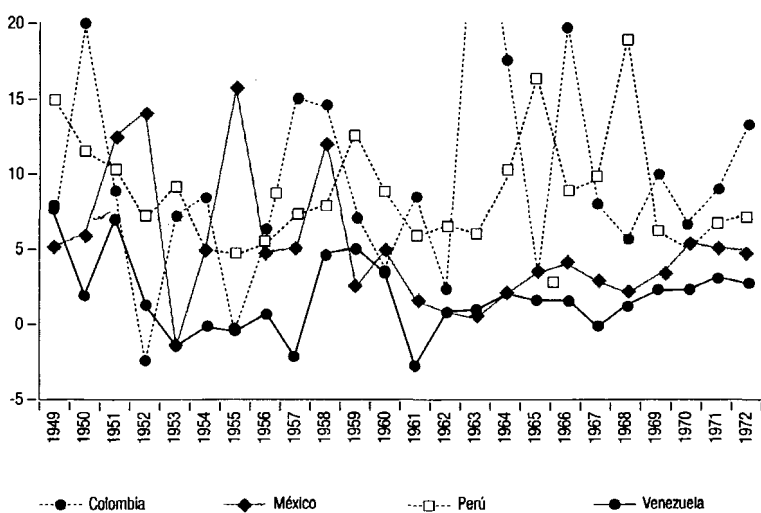
Cuadro 2
Inflación interanual promedio
1950-1972

	Consumidor	Mayorista
Estados Unidos	2,5%	1,7%
Japón	4,9%	1,2%
Alemania	2,5%	ND
Gran Bretaña	4,1%	3,4% *
Italia	3,6%	1,8%
México	5,0%	4,4%
Venezuela	1,6%	1,9%

* A nivel de Productor

Fuente: FMI, International Financial Statistics

Gráfico 3
Inflación a nivel de consumidor



Nota: Se excluyen Argentina, Brasil y Chile, economías que padecieron presiones inflacionarias muy superiores a las aquí presentadas.

Fuente: FMI, International Financial Statistics.

Esto jugó un papel fundamental en la preservación de la estabilidad cambiaria, ya que la baja inflación local impidió que la moneda se apreciara en términos reales debido al deterioro de los precios relativos, evitando que a la larga cayera en situaciones de sobrevaluación creciente, como ha sido el caso en múltiples ocasiones desde 1974 a esta parte.

En general puede decirse que durante gran parte de estas tres décadas, a excepción del período de crisis y ajuste de 1958-1963, la economía venezolana mostró un comportamiento muy positivo, caracterizado por la ausencia de desequilibrios internos o externos, alto crecimiento económico, en buena medida debido a la sostenida y muy elevada inversión bruta fija de esos años¹¹, bajo desempleo y gran estabilidad de precios. En otras palabras, a lo largo de estos años se mantuvieron los balances fundamentales de la economía. Todo ello se tradujo en incrementos sostenidos del salario real promedio y en una mejora en la condición de vida. Obviamente, este ambiente tan estable y positivo contribuyó notablemente a la creación de un clima de expectativas favorables que ayudó a preservar la estabilidad del tipo de cambio.

El subperíodo de estabilidad cambiaria, bonanzas y crisis (1974-1982)

La primera crisis petrolera, desencadenada por la Guerra del Yom Kippur de octubre de 1973, y por el embargo petrolero liderado por Arabia Saudita de los meses subsiguientes, coincidió con el inicio del primer gobierno de Carlos Andrés Pérez a comienzos de 1974. Los ingentes recursos adicionales provenientes de la actividad petrolera implicaron, por una parte, un incremento importante del poder adquisitivo externo y, por la otra, una mayor disponibilidad de recursos para el fisco. Esto dio pie para que desde 1974 se produjera un incremento sostenido y de grandes proporciones del gasto público, a través del cual se inyectaron a la economía buena parte de los ingresos petroleros adicionales, y que a partir de 1976 se pusiera en marcha un ambicioso plan de desarrollo que implicaba grandes inversiones para la propagación de las industrias básicas y para la mejora de los servicios públicos. No obstante, en 1974 se creó el Fondo de Inversiones de Venezuela (FIV), que no era otra cosa que un fondo de estabilización macroeconómica, en el que se ahorraron parte de los ingresos petroleros adicionales de ese año y del siguiente. Sin embargo, el sostenido incremento de gasto llevó a la liquidación de esos recursos con relativa rapidez¹².

Ese comportamiento del gasto público, combinado con el estancamiento de los ingresos después del aumento abrupto de 1974, hizo que la gestión presupuestaria pasara de una situación altamente superavitaria en

11 La relación de gastos de formación de capital fijo a PIB durante la década de los 50 estuvo en torno a 25%, bajando a 15% durante los años de la crisis de comienzos de los años 60. Ulteriormente esa relación volvió a subir, ubicándose en torno al 23% en el período 1968-1973.

12 Para una explicación detallada del comportamiento de la economía venezolana en este período, véase Baptista (1989), Hausmann (1990) y Palma (1985) y (1989).

1974 y 1975 a un elevado déficit al final de la administración de Pérez en 1978. Los requerimientos crecientes de fondos hicieron que la deuda externa del sector público aumentara rápidamente, pasando ésta de \$ 1.500 millones en 1975 a \$ 11.000 millones en 1978¹³.

La mayor disponibilidad de liquidez producida por la expansión del gasto público y por la mayor actividad crediticia de la banca, produjo una gran expansión del consumo y de la inversión, tanto pública como privada, generando esto un fuerte estímulo a la actividad productiva interna. De hecho, durante varios años del quinquenio de Pérez varios sectores productivos experimentaron altos crecimientos, aunque la expansión de la oferta interna fue de menor intensidad que la de la demanda.

El alto crecimiento de la actividad productiva implicó un aumento abrupto de la demanda de factores de producción, mano de obra entre ellos, al punto de crear una situación de práctico pleno empleo. Rápidamente se produjo una escasez crónica de mano de obra calificada que se tradujo en presiones alcistas de los salarios reales, ausentismo laboral y reducción de la productividad.

La disparidad de crecimiento de la oferta y de la demanda internas, combinada con las mayores necesidades de suministro externo, estimularon grandemente las importaciones, haciendo que después de los elevados superávit de la cuenta corriente en 1974 y 1975, se pasara a una situación deficitaria profunda, al punto de que el déficit de 1978 equivalía a más de 14% del PIB.

La complementación de la limitada oferta interna de bienes transables¹⁴ con importaciones impidió la materialización de profundos problemas de desabastecimiento. Esto, combinado con los controles de precios que entonces se implementaron y con los masivos subsidios otorgados, impidió la materialización de altas presiones inflacionarias en el sector de transables, mas no así en el sector de no-transables, donde se produjo una inflación desconocida hasta ese momento en Venezuela¹⁵. La inflación promedio a

13 El endeudamiento externo del sector público continuó en franco aumento en los años subsiguientes, al punto de que al finalizar la administración del presidente Herrera Campins a comienzos de 1984 la misma superaba los \$ 27.000 millones. La deuda externa privada también mostró una fuerte expansión, particularmente durante los años de la administración del presidente Pérez.

14 Si bien los términos "comercializables" y "no comercializables" son más castizos como traducción de "tradables" y "non-tradables", usaremos las expresiones "transables" y "no-transables", por ser éstas más comúnmente utilizadas.

15 En este caso sucedió lo ya observado en otras economías que han sido receptoras de importantes entradas de capital, y en las que los recursos adicionales se han canalizado a la adquisición de no-transables. La mayor demanda de estos bienes presionan sus precios, generando apreciación real de la moneda. Ver Calvo, Leiderman, Reinhart (1995).

nivel de consumidor se mantuvo en niveles relativamente bajos, aunque mayores que en las décadas anteriores de alta estabilidad.

A lo largo de la administración de Pérez se mantuvo el tipo de cambio fijo al nivel de Bs/\$ 4,30, no existiendo expectativas de devaluación en la mayor parte de ese período. Sin embargo, ya en 1978 comenzó gestarse un cierto clima de incertidumbre acerca de las posibilidades de mantenimiento del tipo de cambio en los años por venir. Esto se debió a una serie de problemas que estaban presentes en la economía, entre los que destacan:

- el desequilibrio de las finanzas públicas, a pesar de algunas restricciones de gasto que se implementaron a partir de mediados de 1977¹⁶
- las limitaciones cada vez más profundas de respuesta del sector productivo interno a la mayor demanda interna, debido al gran desequilibrio existente en el mercado de factores de producción, particularmente en el laboral, que había producido una elevación acentuada del salario real con su consecuente efecto inflacionario
- el profundo deterioro de la cuenta corriente
- la contracción de las reservas internacionales
- el debilitamiento del mercado petrolero que se vivió en 1978, y
- la apreciación real del bolívar, entre otras razones por la mayor inflación en el sector de no-transables

Era obvio que de continuar estos fenómenos y desequilibrios, o de profundizarse los mismos, la situación se haría insostenible, haciendo prácticamente inevitable un ajuste profundo de la economía, que conllevaría, entre otras cosas, una modificación del esquema cambiario. Esto, combinado con la incertidumbre de un año electoral, y con la elevación de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales que se comenzó a producir en las postrimerías de 1978¹⁷, generó una salida de capitales privados de cierta magnitud. No obstante, el elevado endeudamiento externo,

¹⁶ En julio de 1977 el Presidente Pérez anunció que, ante el recalentamiento de la economía, era necesario implementar una serie de medidas restrictivas en el ámbito monetario y fiscal.

¹⁷ Durante los últimos meses de 1978 el Federal Reserve Board, ahora presidido por Paul A. Volcker, decidió comenzar a implantar una política monetaria severamente restrictiva para afrontar el nuevo repunte inflacionario que se operaba en la economía de los Estados Unidos de América. Esto hizo que las tasas de interés, no sólo en ese mercado sino también en el de eurodólares, mostraran un fuerte aumento, y se mantuvieran en niveles muy altos durante más de tres años. Esto produjo un éxodo masivo de capitales hacia esos mercados, forzando la implantación de políticas monetarias restrictivas en el mundo entero, lo cual produjo un efecto recesivo global.

tanto público como privado, que se produjo ese año contribuyó a que los saldos de la cuenta capital y de la partida errores y omisiones fueran positivos, neutralizando así el enorme déficit de la cuenta corriente, y haciendo que la contracción de las reservas internacionales no fuera crítico¹⁸.

A comienzos de 1979 la inquietud aumentó, acentuándose la salida de capitales. Sin embargo, la caída del Shah de Irán en enero de ese año y la ulterior radicalización del régimen del Ayatollah Khomeini generó la segunda crisis energética debido a la reducción abrupta de la producción petrolera de ese país¹⁹. Ulteriormente, el estallido de la guerra entre Irán e Irak en septiembre de 1980, que se prolongó por varios años, presionó los precios al alza, particularmente en 1980 y 1981. Como consecuencia, las exportaciones de hidrocarburos aumentaron sostenidamente y con gran intensidad en el período 1979-1981, haciendo que la cuenta corriente pasara a una situación de práctico equilibrio en 1979, y mostrara importantes superávits en 1980 y 1981.

Esto hizo que las expectativas de devaluación desaparecieran en 1979, y que se volviera a afianzar la convicción de que el régimen de tipo de cambio fijo no sufriría modificación alguna. Esta situación se mantuvo a lo largo de 1980 y 1981. Sin embargo, la salida de capitales privados continuó a lo largo de esos años, atraídos por las elevadas tasas de interés externas, y a pesar de las mayores tasas locales producidas por la restricción monetaria que implantó el BCV durante buena parte de ese lapso. No obstante, en 1981 se produjo un cambio que podría catalogarse de insólito en la política monetaria, cuando el Directorio del BCV decidió estimular deliberadamente la salida de capitales a través de un recorte de las tasas de interés internas, hasta ubicarlas en niveles muy inferiores a las externas²⁰. Con ello se buscaba drenar los recursos que se inyectaban a la economía por la vía del gasto fis-

¹⁸ De no haberse producido ese endeudamiento externo el déficit de la cuenta capital habría superado los \$ 1.000 millones. Esto, combinado con el enorme déficit de la cuenta corriente, habría implicado la aniquilación del componente de divisas de las reservas internacionales. Esta situación, extrema e irreal, habría llevado a una devaluación abrupta del bolívar o al establecimiento de un severo control de cambios, poniendo fin al sistema de tipo de cambio fijo. Ver Palma (1985).

¹⁹ Ese recorte de producción hizo que se pasara de la situación de sobreoferta y reducción de precios de 1978 a otra de escasez cada vez más acentuada, no sólo por la reducción de más de 4 millones de barriles diarios de la producción iraní, sino también por el incremento de la demanda. Ello disparó los precios, al punto de que el crudo marcador de la OPEP (el árabe liviano de 34° API) pasó de \$ 12 a fines de 1978 a \$ 22,50 en febrero de 1979 y a \$ 41 en noviembre. Ver Toro Hardi (1994). El precio promedio del crudo venezolano pasó de \$ 12,04 en 1978 a \$ 17,69 en 1979.

²⁰ Ver el Informe Económico de 1981 del BCV, pp. 77-78.

cal, el cual estaba mostrando una importante expansión con la finalidad de estimular la actividad económica, que se encontraba en una situación de estancamiento desde 1979. Las fuentes de financiamiento de ese creciente gasto fueron los mayores impuestos que pagó PDVSA y los nuevos empréstitos que engrosaron el endeudamiento externo público.

Una vez que se corrigió aquella distorsión de la política monetaria, permitiendo que las tasas de interés internas se ubicaran en niveles competitivos con las externas, se produjo un viraje en materia de flujos de capital. En efecto, durante los últimos meses de 1981 se materializó una entrada neta de fondos, a pesar de que ya para esa época se estaban notando signos de debilidad de los precios petroleros en los mercados internacionales. Sin embargo, la ausencia de expectativas de devaluación que entonces privaba hacía que los capitales se movieran en atención a los rendimientos que éstos podían obtener en los mercados local o foráneo.

En 1982 la situación cambió en forma considerable, generándose un clima de incertidumbre creciente en el mercado cambiario. Ello se debió a varias razones. La primera de ellas fue el debilitamiento sostenido que mostraban los precios petroleros, producto de una normalización de los suministros y de la debilidad de la demanda del mundo industrializado, en parte debido a los esfuerzos de racionalización del consumo energético y de la recesión que padecían. La segunda fue el estallido de la crisis mexicana en febrero de ese año, producida por la devaluación del peso debido a la crítica caída de sus reservas internacionales producida por la intensa fuga de capitales, por las menores exportaciones petroleras y por las dificultades de seguir obteniendo financiamiento externo ante la masiva deuda que habían acumulado. Al declararse ese país en moratoria en agosto de ese año, estallando la crisis de la deuda externa, el pesimismo en Venezuela se potenció ante el convencimiento generalizado de se podría reproducir una situación similar a la de México.

Adicionalmente, durante los años precedentes, particularmente desde 1979, el bolívar había experimentado una sostenida y acentuada apreciación real, producto, por un lado, de la mayor inflación que durante esos años se padeció en Venezuela en comparación con la que experimentaron sus principales socios comerciales, particularmente los pertenecientes al mundo industrializado; y, por el otro, de la apreciación sostenida del dólar norteamericano con respecto al resto de las principales monedas. Al estar el bolívar atado al dólar a través de un tipo de cambio fijo, esto implicó la apreciación real sostenida de nuestro signo monetario con respecto a esas terceras monedas, acentuándose así la sobrevaluación.

Recapitulando, el debilitamiento de los precios petroleros, la crisis mexicana, y la sobrevaluación creciente de la moneda, se aunaron para crear

aquella incertidumbre en el mercado cambiario durante 1982. Esto incentivó las importaciones como un mecanismo para protegerse contra la devaluación esperada, haciendo que las compras externas de mercancías llegaran a equivaler a más del 20% del PIB. Obviamente, la caída de las exportaciones, combinadas con el repunte de las importaciones, tanto de bienes como de servicios, hizo que el déficit de la cuenta corriente de ese año superara los \$ 4.200 millones, equivalente a 6,3% del PIB.

Las salidas de capital, por su parte, volvieron a tomar cuerpo²¹, generándose una gran presión sobre las reservas internacionales. Ello llevó a que a mediados de 1982 el Directorio del BCV decidiera exigirle a PDVSA la transferencia al instituto emisor de la totalidad de las divisas que mantenía depositadas en bancos del exterior, pasando esos recursos a engrosar las ya mermadas reservas internacionales. Esto no significó más que la extensión de la agonía, ya que aquella transferencia de recursos al BCV, lejos de generar la confianza esperada, lo que hizo fue renovar el ansia de sacar capitales del país, pues esa acción fue interpretada por los agentes económicos como un signo de debilidad del BCV, y como una clara demostración de que al llegar las reservas a niveles críticos el instituto emisor se vería forzado a tomar alguna medida cambiaria con el objeto de frenar la caída de dichas reservas.

Durante las primeras semanas de 1983 las frenéticas salidas de capital llegaron al paroxismo ante el convencimiento de que el tipo de cambio de Bs/\$ 4,30 era insostenible. De hecho, en las primeras siete semanas del año, el BCV vendió más de \$ 4.000 millones y perdió más del 10% de sus reservas internacionales. Ante esta situación, en el fin de semana que siguió al viernes 18 de febrero se anunció el establecimiento de un control de cambios con tipos de cambio diferenciales, poniéndose así fin al sistema de tipo de cambio fijo.

A modo de conclusión, podemos decir que la ruptura de continuidad y evolución paulatina que caracterizó al negocio petrolero hasta los primeros años de los 70 se reflejó profundamente sobre la economía y, en particular, en la actividad cambiaria. Los súbitos aumentos de ingresos producidos por los abruptos cambios de los precios de 1974 y de 1979-1981 dieron pie para la implantación de francas políticas expansivas de gasto público, a través del cual se inyectaban a la economía los recursos adicionales, generando una reacción positiva. Sin embargo, las caídas de los precios que se produje-

21 En 1982 la partida "movimientos de capital de corto plazo del sector privado" experimentó un déficit de \$ 4.121 millones, que sumado al de la partida "errores y omisiones" de \$ 2.385 millones, nos da una idea de la magnitud de las salidas de capital de ese año.

ron años después de los aumentos crearon un clima de incertidumbre y de expectativas cambiarias muy negativas, ante el convencimiento de que la merma de ingresos de divisas crearía una situación de escasez que se traduciría en ajustes abruptos del tipo de cambio.

En las dos ocasiones en que esto sucedió (1978 y 1982) los agentes económicos buscaron protección contra la devaluación que se percibía como inminente a través de compras masivas de dólares, produciéndose un doble efecto adverso sobre las reservas internacionales, que no sólo se contraían como producto de las mermadas exportaciones, sino también por las masivas salidas de capital. El mantenimiento de un esquema de tipo de cambio fijo bajo estas condiciones se hacía muy difícil, ya que la satisfacción de la totalidad de la demanda de divisas al tipo de cambio preestablecido se hacía cada vez más precaria, hasta hacerse insostenible²². Antes de llegarse al punto de quiebre se hicieron todos los esfuerzos por satisfacer la demanda, para lo cual se acudió al financiamiento externo a través de la contratación de empréstitos con la finalidad de mantener la oferta de dólares en línea con la demanda. En otras palabras, con el fin de preservar el tipo de cambio fijo el sector público se endeudaba para financiar las salidas de capital privado²³.

Ese costoso esfuerzo por evitar la modificación del tipo de cambio tiende a potenciarse si la moneda se ha sobrevaluado, como sucedió particularmente en los años que precedieron a la crisis de febrero de 1983. En este caso el bajo precio de la divisa sobre estimuló su demanda para la realización de masivas importaciones que se acumulaban en forma de inventarios, buscando de esta forma protección contra la devaluación esperada.

Una de las condiciones básicas para que se pueda mantener un tipo de cambio fijo en una economía como la venezolana, caracterizada por una baja diversificación de sus exportaciones y altamente vulnerable a las violentas fluctuaciones de los precios petroleros, es contar con unos niveles de reservas internacionales de tal dimensión que convenzan a los agentes económicos de que, incluso en los períodos de caída de exportaciones, está garantizada la plena satisfacción de la demanda de divisas. Obviamente, esa condición no ha estado presente en nuestra economía desde que comenzó la volatilidad de los precios en los mercados internacionales de hidrocarburos.

Todo lo anterior, combinado con los desequilibrios en materia fiscal producto de las políticas ampliamente expansivas que se implantaron esos

22 Como ya dijimos, la segunda crisis energética de 1979 evitó la materialización de una crisis cambiaria, ya que los ajustes abruptos de los precios desvaneció las expectativas de devaluación que existían.

23 Ver Rodríguez (1987).

años, rompieron aquella situación de estabilidad, continuidad y predictibilidad que caracterizó a gran parte del período anterior a 1974. En otras palabras, desaparecieron los balances fundamentales de la economía, dando paso a la inestabilidad, a los cambios abruptos y a la alta exposición a shocks externos causados por fluctuaciones violentas en variables de vital importancia. Esto, obviamente contribuyó a hacer insostenible e inviable el esquema de tipos de cambio fijo.

Control cambiario con tipos de cambio diferenciales (1983-1989)

El control de cambios que se implantó desde fines de febrero de 1983 consistió en el establecimiento de tipos de cambio diferenciales para distintas transacciones:

- se mantuvo el tipo de cambio de Bs/\$ 4,30 para las importaciones decretadas esenciales y para el pago del servicio de la deuda externa, tanto pública como privada
- se estableció un tipo de cambio de Bs/\$ 6,00 para la importaciones no esenciales
- se creó un mercado libre para la adquisición de divisas, donde privaría la flotación del tipo de cambio, pero en el que el BCV intervenía en forma regular
- se creó un ente administrativo del nuevo esquema cambiario, distinto e independiente del BCV, el cual se le conoció como RECADI, que tendría entre sus funciones la asignación de divisas a los tipos de cambio preferenciales de 4,30 y 6,00 bolívares por dólar

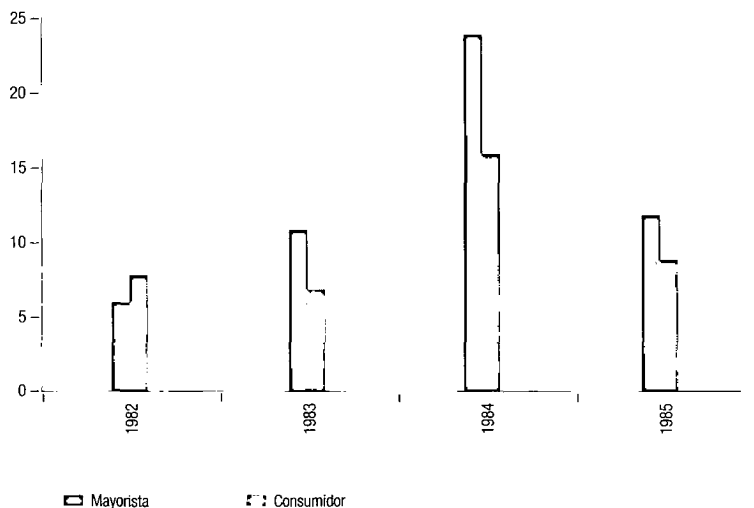
Estas medidas cambiarias tuvieron un efecto contundente sobre el resultado de las transacciones externas de 1983. Así, las importaciones de mercancías experimentaron una contracción del 52,8% al pasar de \$ 13.584 millones en 1982 a \$ 6.409 millones en 1983. Ello no sólo se debió a la lentitud en la asignación de divisas por parte de RECADI, sino también por la severa recesión de ese año, caracterizada por una contracción de 5,6% del PIB real. El saldo de la cuenta corriente, por su parte, pasó de un déficit de \$ 4.246 millones en 1982 a un superávit de \$ 4.427 millones en 1983. Adicionalmente, la fuga de capitales se redujo considerablemente después del establecimiento de los controles.

Con la intención de ubicar el tipo de cambio para el grueso de las importaciones en niveles más racionales y competitivos, y como parte de un programa de ajuste que se implantó desde el inicio de la administración del presidente Lusinchi, en febrero de 1984, un año después del inicio del control cambiario, se creó una nueva tasa controlada de Bs/\$ 7,50 para la mayoría de las compras externas de mercancías, lo cual implicó una devaluación

del bolívar comercial²⁴, dejándose la tasa preferencial de Bs/\$ 4,30 para un pequeño grupo de importaciones esenciales, tales como medicinas y algunos alimentos. En esa oportunidad, también se estableció que las divisas petroleras y del hierro serían adquiridas por el BCV a la tasa de Bs/\$ 6,00. Este esquema estuvo vigente, salvo pequeños ajustes, hasta fines de 1986.

Durante los dos primeros años del nuevo gobierno los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos fueron ampliamente superavitaros. Ello se debió a la moderación de las importaciones de mercancías, debido a la recesión que se vivió durante 1984 y en buena parte de 1985, producto de la política de ajuste que entonces se implantaba. Como parte de la nueva política económica se aplicaron severos controles de precios, particularmente a nivel de consumidor. Esto, combinado con las limitadas capacidades de absorción de mayores precios de la población debido a la prolongada recesión que se vivía, hizo que la inflación a nivel de consumidor fuera inferior a la de mayorista, implicando la existencia de una inflación reprimada que ulteriormente tendría que materializarse.

Gráfico 4
Inflación a nivel de mayorista y de consumidor
(Diciembre a diciembre)



Fuente: Banco Central de Venezuela.

A fines de 1985 se comenzó a implantar una política fiscal expansiva con la finalidad de estimular la actividad económica. Meses más tarde, sin embargo, en febrero de 1986 colapsaron los precios petroleros a nivel mundial debido a la guerra de precios que entonces se desató, produciendo no sólo una caída de las exportaciones petroleras, sino también una severa contracción de los ingresos fiscales. Esto último, combinado con la continuación de la política fiscal expansiva durante 1986, generó una brecha fiscal equivalente a 5% del PIB, la cual fue cubierta, por una parte, con los recursos de Tesorería ahorrados en los años previos y, por la otra, con un importante déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos que fue financiado con reservas internacionales.

Adicionalmente, y con el fin de reforzar el estímulo a la actividad económica, durante 1986 se implantó una política monetaria expansiva a través de una holgada asistencia financiera a la banca. Paralelamente, se congelaron las tasas de interés en niveles mucho más bajos que la inflación esperada, medida que se mantuvo en vigencia durante los tres últimos años de la administración de Lusinchi (1986-1988). Las tasas reales de interés profundamente negativas estimularon grandemente la demanda de créditos, acentuándose así la expansión de la demanda privada, y con ella la actividad productiva, pero a costa de crear un desequilibrio cada vez más profundo en el mercado financiero.

En diciembre de 1986 se introdujeron cambios de importancia en el esquema cambiario. Además de devaluarse intensamente el bolívar comercial, pasando el tipo de cambio controlado al que se harían la mayoría de las importaciones de Bs/\$ 7,50 a Bs/\$ 14,50, se decidió obligar a los exportadores privados a vender sus divisas al BCV a la nueva tasa oficial. Si bien en los años anteriores la sobrevaluación del bolívar comercial había crecido, el ajuste cambiario fue desproporcionadamente alto, produciéndose una situación de alta subvaluación.

Sin embargo, en 1987 y 1988 se produjo una escalada inflacionaria de importancia debido a la conjunción de una serie de factores, tales como:

- la maxidevaluación del bolívar comercial
- la franca expansión del gasto público deficitario
- el intenso y sostenido aumento de la demanda privada, debido a la expansión de la oferta monetaria producida por la política fiscal que se implantaba y por la expansión de la actividad crediticia de la banca
- el divorcio del tipo de cambio libre con respecto al controlado, ya que siendo la primera la única paridad a la que todos los agentes económicos tenían acceso, ésta rápidamente se transformó en el tipo de cambio de referencia para determinar los costos de origen externo. Esto tendió a exacerbarse en la medida en que el diferencial cam-

biario se profundizó, y que el acceso a los dólares preferenciales se hizo más limitado

- la indexación de hecho, aunque no obligatoria, de todos los contratos, lo cual hizo aparecer un fenómeno de inercia inflacionaria²⁵

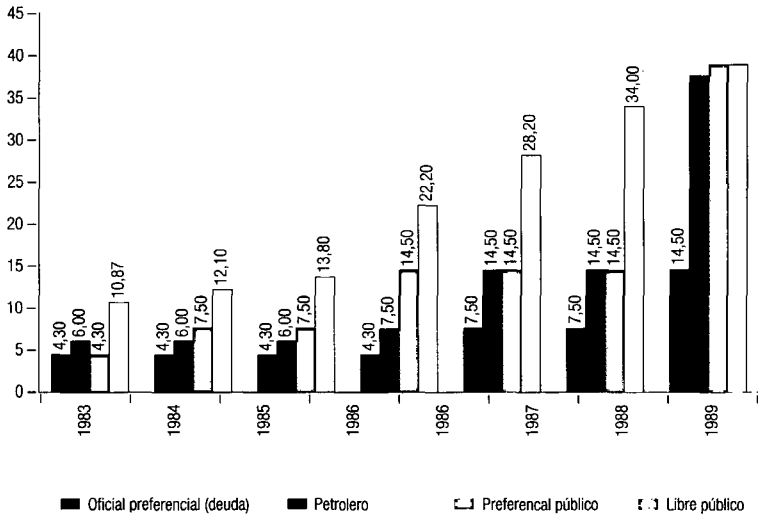
Aquel repunte inflacionario fue particularmente intenso a nivel de mayorista, particularmente en 1987, diluyendo rápidamente aquella subvaluación que se creó al maxidevaluar el bolívar comercial, al punto de que a fines de ese año se estaba en equilibrio, volviendo a aparecer el fenómeno de la sobrevaluación creciente a lo largo de todo el año 1988.

Desde el establecimiento del control de cambios se observó una tendencia clara de depreciación paulatina del bolívar en el mercado libre, en el cual el BCV participaba como principal oferente. Rápidamente se notó una disociación cada vez más pronunciada entre las tasas de cambio controladas y la imperante en ese mercado, al punto de que a los dos años de establecido el nuevo régimen cambiario el bolívar "libre" se había depreciado en más de un 200%, y en los días que antecedieron a la maxidevaluación de diciembre de 1986 la diferencia entre la tasa controlada de Bs/\$ 7,50 y la libre de Bs/\$ 25,17 era de 235%. Como puede apreciarse en el Gráfico No. 5, este fenómeno persistió a lo largo de todo el período de vigencia de los controles.

Era obvio que esa situación de distorsión creciente era insostenible, entre otras cosas porque hacía cada vez más inoperante el sistema de controles existente. En efecto, la disparidad creciente de las tasas de cambio estimulaba cada vez más a los agentes económicos a buscar mecanismos para evadir las regulaciones. Al igual que lo ya vivido en el control cambiario de principios de los años 60, se idearon innumerables mecanismos para obtener dólares a tipos de cambio preferenciales que después eran vendidos en el mercado libre, o enviados al exterior. Adicionalmente, los exportadores buscaron las vías para eludir la venta de divisas al BCV a la tasa controlada oficial y proliferaron las corruptelas en la asignación de divisas, cobrándose jugosas comisiones o primas por encima de las tasas oficiales como condición para obtener las asignaciones de divisas preferenciales.

Gráfico 5

Tasa de cambio en el período del control de cambio (1983-1989)



Fuente: Banco Central de Venezuela.

Las distorsiones llegaron a extremos en el año 1988, cuando se estableció una garantía cambiaria para las importaciones realizadas a través de la apertura de cartas de crédito. De acuerdo a esta norma, todo importador a quien se le asignaran divisas preferenciales y que financiara sus compras externas a través de la apertura de cartas de crédito, recibiría la garantía del BCV de que al vencimiento de ese instrumento podría adquirir las divisas respectivas al tipo de cambio preferencial vigente en el momento de la asignación, es decir a Bs/\$ 14,50 y en algunos casos excepcionales a Bs/\$ 7,50, independientemente de cuál fuera el tipo de cambio de mercado existente al vencimiento de la carta de crédito. Dado el convencimiento de que el tipo de cambio comercial iba a ser modificado por el nuevo gobierno a comienzos de 1989, es fácil imaginar la sobredemanda de divisas preferenciales que se produjo como producto de esta garantía. De hecho, las importaciones de mercancías aumentaron en más de un 36% en 1988 con respecto al año precedente, crecimiento muy superior al que debía darse para satisfacer los mayores requerimientos de productos externos de la economía, a pesar de los altos crecimientos que ésta estaba experimentando desde 1986.

Otros factores contribuyeron a deteriorar la balanza de pagos durante el período 1986-1988. Uno de ellos fue el colapso de los precios petroleros de 1986 y su ulterior estabilización en niveles mucho menores que en los años precedentes; eso hizo que las exportaciones de mercancías experimen-

taran una contracción de importancia, al punto de que después de haberse ubicado en torno a los \$ 15.000 millones por año durante el período 1982-1985, las mismas cayeron a \$ 8.535 millones en 1986, para luego estabilizarse en torno a los \$ 10.000 millones en 1987 y 1988. Otro factor de deterioro fue el alto nivel de pagos por concepto de servicio de deuda externa, los cuales equivalieron a casi un 40% de las exportaciones durante los dos últimos años de la administración de Lusinchi²⁶.

Como producto de lo anterior, las reservas internacionales mostraron un sostenida y severa contracción a los largo de ese período, al punto de que a fines de 1988 el saldo de las mismas, excluida la tenencia de oro, era de \$ 3.092, magnitud equivalente a tan sólo un 30% de la existente tres años antes. Al tomar en cuenta que para ese momento los compromisos de venta de divisas a tipos de cambio preferenciales para la cancelación de las cartas de crédito contraídos por el BCV eran de \$ 6.700 millones, es obvio concluir que ese esquema cambiario era insostenible. El sistema de control cambiario implantado desde febrero de 1983 tenía que ser modificado.

De la experiencia vivida durante esos 6 años se pueden extraer una serie de conclusiones. Al igual que lo sucedido durante el período del control de cambio de los años 60, puede decirse que el establecimiento de este tipo de restricciones puede justificarse como un mecanismo efectivo para contener una fuga desmedida de capitales, evitando así el agotamiento de las reservas internacionales. Esto es de particular importancia en una economía como la venezolana, tan vulnerable a los vaivenes de los precios petroleros internacionales, debido no sólo a los cambios abruptos de los ingresos de divisas que producen las oscilaciones de aquellos precios, sino también por la exacerbación de las expectativas cambiarias que ellas generan. En consecuencia, ante una situación de fuga masiva e incontenible de fondos, como la que se produjo en 1982 y comienzos de 1983, que no se pueda conjurar a través de medidas ortodoxas de restricción monetaria, podría justificarse el establecimiento de un control de cambios. Sin embargo, éste tiene que implantarse con un criterio eminentemente temporal, y acompañado de una serie de políticas tendentes a corregir o neutralizar los factores que generaron aquella fuga.

26 En 1984 se llegó a un primer acuerdo de reestructuración de la deuda pública con la banca acreedora, acuerdo que estuvo estrechamente vinculado a la promesa del gobierno de proveer dólares a tipos de cambio preferenciales a los deudores privados para el servicio de sus obligaciones externas. Ulteriormente, en 1986 y 1987, se revisaron estos acuerdos, en términos que no fueron favorables a Venezuela. Como producto de los mismos, se hicieron importantes pagos de intereses y amortización, reflejándose éstos en los resultados de las transacciones externas. Para un análisis sobre el manejo de la deuda externa durante este período, ver Palma (1987).

Si, por el contrario, los controles se implantan con criterio de permanencia, rápidamente aparecen los mecanismos para burlarlos, neutralizando su eficiencia, y haciéndolos, a la larga, contraproducentes. Esto se hace particularmente crítico en esquemas de control como el implantado en los años 80, en los que la autoridad cambiaria no evitó la distorsión entre las paridades controladas y la libre, lo cual, como ya se dijo, produjo severas consecuencias económicas, e indujo la proliferación de mecanismos para burlar los controles y de corruptelas en su administración, haciéndolos a la larga totalmente inoperante.

Unificación cambiaria con libre convertibilidad (1989-1994)

Además del profundo desequilibrio externo y cambiario existente, a comienzos de 1989 la economía venezolana también padecía grandes desequilibrios, tanto en el área fiscal, como en la monetaria y financiera. La política francamente expansiva de gasto deficitario que se implantó durante los tres últimos años de la administración de Lusinchi se tradujo en desequilibrios crecientes de las finanzas públicas, haciendo que en 1988 el déficit del gobierno central equivaliera a 4,8% del PIB, y que el del sector público consolidado equivaliese a más de 7% del PIB. En el área monetaria y financiera, la sobre demanda de créditos bancarios que se produjo por la existencia de tasas reales de interés profundamente negativas, combinada con unas limitaciones cada vez mayores de otorgamiento de crédito de la banca debido a las dificultades para captar depósitos, y a la política monetaria restrictiva que impuso el BCV en 1987 y 1988, produjo un agudo desequilibrio en el mercado financiero.

Ante esta situación se hacía inevitable la implantación de un severo programa de ajuste que buscara la corrección de aquellos desequilibrios. Como parte de ese programa había que modificar el esquema cambiario agotado y distorsionado que existía. En tal sentido, el 13 de marzo de 1989 se decretó la eliminación del control cambiario y del régimen de tipos de cambio diferenciales, unificándose el cambio a la tasa existente en el mercado libre, la cual, para esa fecha oscilaba en torno a los Bs/\$ 40,00. En el convenio cambiario celebrado entre el Ejecutivo y el BCV se determinó que el tipo de cambio del bolívar con el dólar se establecería por el libre juego de la oferta y la demanda, no existiendo ninguna limitación en las operaciones cambiarias²⁷. Estas medidas significaron una devaluación de grandes propor-

27

En esa oportunidad se determinó que, ante la imposibilidad del BCV de cumplir los compromisos de suministro de divisas a los tipos de cambio preferenciales del régimen anterior para la cancelación de las cartas de crédito, la asignación de esas divisas preferenciales se haría de acuerdo a la fecha de nacionalización de las mercancías adquiridas en el exterior. En tal sentido, si la mercancía había ingresado al país antes del 31 de

ciones del bolívar comercial, al eliminarse los tipos de cambio controlados de Bs/\$ 14,50 y 7,50.

La masiva corrección cambiaria generó un gran impacto sobre los precios, haciendo que la inflación a nivel de consumidor del mes de marzo superara el 21%, que en abril fuera de 13,5% y en mayo del 6,4%. En los meses que siguieron, aquella inflación se estabilizó en torno al 3% intermensual, tasa todavía elevada, aun cuando de mucha menor intensidad que la observada en el trimestre siguiente a la devaluación, cuando se operó lo que hemos llamado la "ola inflacionaria". En promedio, la inflación a nivel de consumidor de 1989 fue superior al 80%, mientras que a nivel de mayorista la misma se acercó al 100%. Esto, obviamente generó una contracción de importancia en los salarios reales, ya que el aumento de los salarios nominales de ese año fue muy inferior al experimentado por los precios.

Paralelamente, se acudió a varios organismos multilaterales, entre ellos al Fondo Monetario Internacional (FMI) en busca de asistencia financiera para fortalecer la golpeada situación de las reservas internacionales. Ello implicó la negociación de una serie de acciones con ese organismo a los fines corregir los múltiples desequilibrios presentes en la economía. El equilibrio fiscal se logró en forma casi automática, ya que el incremento notable de ingresos del sector público debido a la devaluación, a las mayores tarifas de los servicios públicos y a los mayores precios de los bienes producidos por las empresas del Estado, permitió corregir el gran déficit de 1988, a pesar del importante crecimiento que también experimentó el gasto público, aunque de menor intensidad que el de los ingresos.

En cuanto al desequilibrio monetario y financiero, el mismo se afrontó a través de la liberación de las tasas de interés, con el fin de corregir la enorme distorsión que habían experimentado por la congelación de que fueron objeto en los tres últimos años de administración de Lusinchi. Lo que se buscaba era que las mismas pasaran a ser positivas en términos reales. Si bien éstas continuaron siendo negativas durante los meses de la "ola inflacionaria" a pesar del notable incremento que experimentaron las tasas nominales después de su liberación, al estabilizarse la inflación mensual a partir del mes de junio de 1989, éstas pasaron a ser positivas en términos reales. Obviamente,

mayo de 1988, se les suministraría al importador el 100% de las divisas al tipo de cambio preferencial correspondiente, pero ese porcentaje iría en disminución en la medida en que la fecha de nacionalización de la mercancía fuese más próxima.

En esa oportunidad también se negoció con el sector privado la eliminación del tipo de cambio preferencial para el servicio de su deuda externa, y se establecieron una serie de normas con el fin de estimular los procesos de conversión de deuda pública por inversión.

el ahora elevado costo del financiamiento corrigió el desequilibrio financiero de 1988, pues se redujo la demanda de créditos y los prestatarios que se habían sobreendeudado procedieron a cancelar sus obligaciones.

De hecho, durante el segundo semestre de 1989 el BCV restringió la asistencia financiera a los bancos ante la mayor demanda de divisas que éstos hacían debido a los crecientes niveles de liquidez de que disponían. En efecto, la mayor captación de depósitos debido a los mayores intereses pasivos, combinada con la menor demanda de créditos, forzaba a los bancos a buscar colocación para esos recursos excedentes, viendo en los dólares una opción atractiva. Después de la unificación cambiaria de marzo, la cual se hizo a un tipo de cambio de Bs/\$ 38, el bolívar experimentó una ligera apreciación, estabilizándose el tipo de cambio en torno a los Bs/\$ 36 por varios meses. Sin embargo, hacia finales del segundo semestre esta tasa comenzó a elevarse paulatinamente. Esto estimuló la demanda de divisas por parte de los bancos, quienes veían como inminente que esa tendencia de elevación paulatina del precio de la divisa continuaría.

Paralelo a estas acciones de ajuste, se definieron una serie de medidas de mayor permanencia, que buscaban conformar una reforma estructural de largo plazo de la economía. Entre éstas se pueden mencionar la nueva política comercial, consistente en la eliminación de controles cuantitativos a las importaciones, en la reducción y unificación de los aranceles de importación, y en el establecimiento de un *draw-back* funcional con el fin de estimular las exportaciones no tradicionales. Adicionalmente, se decidió avanzar decididamente en los procesos de integración económica regional, particularmente con Colombia, lo cual comenzó a dar frutos en los primeros años de los 90.

También se definieron una serie de medidas tendentes a reestructurar el sector público, para lo cual se elaboraron una serie de proyectos de ley que se introdujeron en el Congreso Nacional, muchas de las cuales no fueron aprobadas por razones políticas. Se reestructuró la deuda pública externa a través del nuevo esquema del Plan Brady (febrero de 1990), y se relanzó un esquema de conversión de deuda por inversión, el cual no dio los resultados esperados. Adicionalmente, se hicieron ajustes periódicos de las tarifas de los servicios públicos y de los precios de los bienes producidos por las empresas del Estado para ubicarlos más en línea con los costos, se definió un plan de privatizaciones que se cumplió parcialmente, y otro de inversiones en infraestructura. En materia petrolera, se puso en marcha un plan de inversiones tendente a incrementar la producción²⁸.

²⁸ Para un análisis más detallado sobre las políticas económicas implantadas en la segunda administración del presidente Pérez, que comenzó en 1989, ver Rodríguez (2002).

En materia cambiaria, además de la libre convertibilidad, se mantuvo el esquema de flotación del tipo de cambio por más de cinco años, buscándose como objetivo central impedir la apreciación real de la moneda, para así evitar caer nuevamente en situaciones de sobrevaluación que afectaran las actividades productivas de transables. En este sentido el BCV implantó un sistema de ajustes periódicos del tipo de cambio nominal en línea con el diferencial de precios internos y externos. Al principio esos ajustes eran esporádicos, observándose una alta estabilidad de aquella tasa por varios meses, para luego experimentar una corrección de alguna consideración. En otras palabras, los ajustes se hacían en forma escalonada. Ulteriormente, este sistema fue substituido por un *crawling-peg*, o minidevaluaciones periódicas, en algunos casos interdiarias, dándole una mayor predictibilidad al comportamiento de la tasa de cambio nominal. Sin embargo, este sistema nunca fue anunciado oficialmente por las autoridades cambiarias, ni se conocían a priori las tasas de ajuste que aplicaría el BCV.

Este sistema probó ser eficiente a lo largo del período de su implementación. Si bien permitió la materialización de un proceso de apreciación del bolívar, el mismo fue relativamente moderado y manejable, pudiendo decirse que se logró el objetivo de evitar la sobrevaluación creciente y desproporcionada del signo monetario²⁹. Eso fue posible debido, por una parte, al mantenimiento de unos niveles de reservas internacionales elevados a lo largo de todo el período 1990-1993, que le permitieron al BCV tener una participación activa y dinámica en el mercado cambiario y, por la otra, a la implantación de una política monetaria de corte restrictivo que se tradujo en la elevación sostenida de las tasas de interés, haciendo que en 1993 las tasas reales fueran ampliamente positivas. Esto contribuyó a limitar las salidas netas de capital, a pesar del deterioro creciente de las expectativas, debido a:

- el debilitamiento del mercado petrolero, que comenzó en 1991 con la declinación sostenida de los precios de exportación
- el enrarecimiento del clima político creado por las intentonas de golpe de 1992
- la destitución del presidente Pérez en mayo de 1993, y el ulterior nombramiento del Dr. Ramón J. Velásquez como presidente interino
- la incertidumbre creciente creada por la campaña electoral y por la consolidación cada vez más cierta de la candidatura de Caldera.

Curiosamente, ese resultado de la política cambiaria se logró a pesar del desequilibrio fiscal creciente que se materializó durante los años 1992 y 1993. Ello se produjo, en primer término por una política expansiva de gasto que se implantó desde el inicio de la administración de Pérez, potenciándose en 1990 debido a los mayores ingresos petroleros de ese año producto del conflicto Iraq-Kuwait, y continuando sin interrupción hasta 1993. Paralelamente, los ingresos del fisco, que mostraron una franca expansión en el período 1989-1991, cayeron en 1992, año en el que se produjo un déficit equivalente al 3,6% del PIB, repitiéndose un desbalance en 1993 equivalente al 2,9% del PIB. El desequilibrio fue aún más profundo a nivel de sector público consolidado, debido a los altos requerimientos de financiamiento para cubrir importantes erogaciones, como los proyectos de inversión del sector petrolero para expandir la capacidad de producción.

Después del dramático ajuste de precios internos de 1989, la inflación se mantuvo en altos niveles en el resto del quinquenio de Pérez. En gran medida, esto se produjo por el aumento de los costos de producción debido a factores como:

- los incrementos de precios y tarifas de bienes y servicios públicos
- la eliminación de los subsidios
- el ajuste cambiario y la ulterior depreciación sostenida del bolívar
- los aumentos compulsivos de salarios
- los altos costos de financiamiento debido a las altas tasas de interés, y otros.

La política de restricción monetaria que implantó el BCV a lo largo de todos esos años impidió que la inflación fuera aún mayor, ya que aquella política neutralizó en buena medida el efecto de expansión monetaria que generó el creciente y sostenido gasto público, haciendo que durante varios años la oferta monetaria no mostrara crecimientos desproporcionados, salvo en algunos períodos puntuales, como 1990 y parte de 1991.

Dado que uno de los objetivos centrales de la política económica durante la administración de Pérez era evitar la sobrevaluación de la moneda, el acentuado deterioro de los precios relativos debido a la mayor inflación interna que externa, tuvo que venir acompañado de un ajuste intenso y sostenido del tipo de cambio nominal, para así lograr el objetivo de estabilidad del tipo de cambio real.

1994: crisis financiera y fin de la libre convertibilidad

El estallido de la crisis financiera a comienzos de 1994 cambió notablemente el panorama económico. En tan sólo pocos meses de ese año el BCV emitió Bs 840.000 millones de dinero inorgánico, recursos que fueron

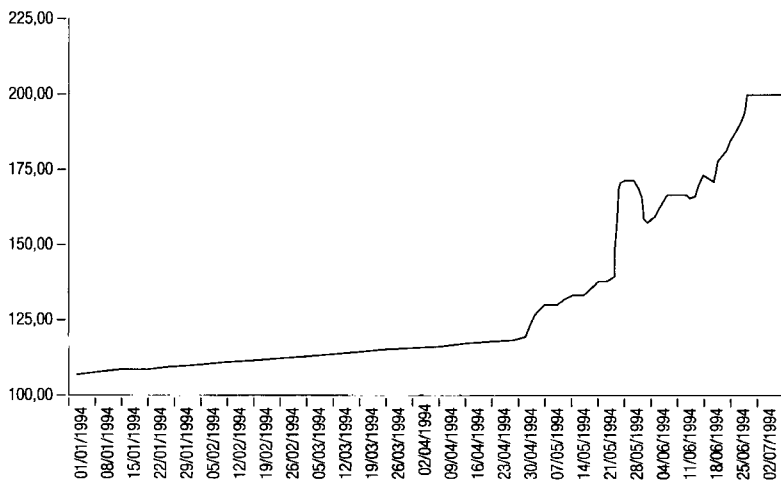
prestados al gobierno a través de FOGADE para cubrir los auxilios financieros otorgados a la banca. Ese monto equivalía a 10% del PIB, a 200% de la base monetaria de comienzos de 1994, y a más del 100% de la carga tributaria de PDVSA estimada para ese año³⁰. Obviamente, una expansión de dinero primario de esa magnitud tenía que causar severas distorsiones económicas, entre ellas inflacionarias y cambiarias.

En efecto, al canalizarse la mitad de aquel monto a la adquisición de dólares, buscando con ello un mecanismo de protección patrimonial, es fácil imaginar la presión que esto causó sobre las reservas internacionales. El BCV, en línea con la política de *crawling-peg* que venía implantando, hizo frente a la mayor demanda de divisas manteniendo las minidevaluaciones periódicas sin mayor alteración hasta fines de abril de ese año. De hecho, durante los cuatro primeros meses el dólar se encareció en tan sólo 11%, a pesar de la masiva demanda de que era objeto y de la aguda y sostenida caída de las reservas internacionales.

Gráfico 6

Tipo de cambio diario

Primer semestre 1994 (Bs./US\$)



Fuente: Banco Central de Venezuela.

A comienzos del mes de mayo, el BCV inició un nuevo esquema de venta de divisas a través de subastas, estableciendo los montos de dólares a subastar en línea con su disponibilidad. El tipo de cambio diario se establecía por el promedio de las cotizaciones presentadas por los bancos, una vez eliminados los valores extremos. Las limitaciones de oferta de dólares en las subastas no sólo presionaron al alza el tipo de cambio sino que hizo aparecer un mercado paralelo en el que el dólar flotaba, estableciéndose una tasa de cambio superior a la de las subastas. En junio arreció la demanda de divisas, aumentando con ello la presión sobre el tipo de cambio. Como producto de estas dislocaciones, el precio del dólar aumentó un 70% en los meses de mayo y junio, al pasar de Bs/\$ 118 a fines de abril a Bs/\$ 200 dos meses más tarde.

Durante el primer semestre, las reservas internacionales en poder del BCV sufrieron una reducción del 30%, al pasar de \$ 12.656 millones a fines de 1993 a \$ 8.861 millones el 30 de junio de 1994, notándose la contracción más intensa en el mes de mayo, cuando cayeron en más de \$ 1.000 millones.

Ante esta situación, el 27 de junio, además de anunciarse la suspensión de algunas garantías constitucionales, y de establecerse un control de precios y de tasas de interés, se decidió suspender las operaciones cambiarias, estableciéndose días más tarde un control de cambios, el cual comenzó a regir en los primeros días de julio. De esta forma culminó el período de libre convertibilidad con tipo de cambio único y flotante, vigente desde marzo de 1989.

UN NUEVO CONTROL CAMBIARIO (JULIO DE 1994-ABRIL DE 1996)³¹

Como parte del nuevo esquema cambiario, se estableció un tipo de cambio fijo y único de Bs/\$ 170, declarándose ilegales todas las operaciones cambiarias fuera del mercado oficial. Paralelamente, se hizo de venta obligatoria al BCV todas las divisas que obtuvieran las empresas públicas y privadas como producto de sus exportaciones, del endeudamiento y por otras causas, prohibiéndoseles a éstas (a excepción de la banca) el mantenimiento de cuentas en dólares. Adicionalmente, se crearon la Junta de Administración Cambiaria (JAC) y la Oficina Técnica de Administración Cambiaria (OTAC), las cuales administrarían el sistema de control cambiario.

La severa restricción para la asignación y otorgamiento de divisas durante los primeros meses de vigencia del control, causó serios percances a múltiples empresas, quienes no podían honrar sus compromisos externos ni realizar importaciones, a menos que violaran la ley adquiriendo divisas en el mercado paralelo ilegal o negro. Tuvieron que pasar varios meses para que se

comenzara a observar una cierta normalización en el proceso de asignación y entrega de divisas, pero, obviamente, en forma restringida.

Al igual que en el pasado, al comenzar la implantación de los controles se logró frenar y revertir la caída de las reservas internacionales, haciendo que en el segundo semestre de 1994 éstas mostraran una expansión de \$ 2.803 millones, cerrando el año en un nivel de \$ 11.507 millones. Sin embargo, y a pesar de las severas penalizaciones a los violadores de las normas, a medida que pasaban los meses se hacían cada vez más obvias las debilidades del nuevo esquema, apareciendo múltiples mecanismos, algunos de ellos legales, a través de los cuales se evadían o eludían los controles. Así, durante los primeros cinco meses de 1995 las reservas internacionales experimentaron una sostenida tendencia a la baja, aunque de moderadas proporciones. Sin embargo, a partir de junio esa reducción se acentuó, haciendo que en los primeros tres trimestres de ese año las mismas se contrajeran en \$ 2.300 millones.

Adicionalmente, la presión del mercado forzó la implantación de mecanismos de obtención de divisas fuera del esquema oficial controlado. Así, por ejemplo, en abril de 1995 se aprobaron las operaciones de colocación de bonos Brady a través de la Bolsa de Valores de Caracas. Estos títulos denominados en dólares podían ser adquiridos en bolívares, oficializándose así un mercado paralelo que de hecho ya venía funcionando, y cuyo tipo de cambio se establecería por la relación entre la cantidad de bolívares que había que pagar para la adquisición del bono y su valor en dólares en el mercado secundario. Al iniciarse este mercado, la cotización que en él privaba era equivalente a la que hasta ese momento existía en el mercado negro y en el de la frontera, es decir Bs/\$ 230 aproximadamente, nivel en el que se mantuvo sin mayores variaciones hasta agosto de 1995 y que excedía en un 35% a la tasa oficial de Bs/\$ 170 establecida en junio de 1994.

En los meses que siguieron, los obstáculos cada vez mayores para obtener dólares al tipo de cambio oficial, combinados con la severa caída de las reservas internacionales, hicieron que el tipo de cambio en el mercado de bonos Brady aumentara con gran vigor y en forma sostenida, haciendo que a mediados de abril de 1996, cuando se eliminó el régimen de control de cambios y se volvió al tipo de cambio único, la misma estuviese en torno a los Bs/\$ 500.

Durante 1994 y 1995 se materializó en Venezuela una elevada inflación, tanto a nivel de consumidor como de mayorista, ubicándose ésta en torno al 60% anual. Ello se debió, entre otras razones, a:

- una gestión fiscal ampliamente deficitaria, particularmente a nivel de sector público consolidado
- un elevado nivel de liquidez, creado por los auxilios financieros y por la política expansiva de gasto público, a pesar de la política mo-

netaria francamente restrictiva del BCV, particularmente durante 1995. Buena parte de ese excedente de liquidez se canalizaba hacia el mercado paralelo, presionando al alza el tipo de cambio libre

- problemas de desabastecimiento, particularmente en los primeros meses de implantación del control cambiario, debido a la imposibilidad de tener acceso a los dólares para importación
- la acentuada depreciación del bolívar en el mercado paralelo, combinada con la convicción de que el bolívar oficial iba a ser devaluado. Ello incrementó notablemente los costos de reposición esperados.

Al haberse mantenido el tipo de cambio controlado en Bs/\$ 170 por más de 17 meses, es fácil inferir la acentuada apreciación real experimentada por el bolívar comercial, debido al pronunciado deterioro de los precios relativos, producido por la mayor inflación interna en comparación con la padecida en las economías de los principales socios comerciales. El 11 de diciembre de 1995, se ajustó la tasa oficial a Bs/\$ 290, ubicándose en un nivel similar al de la paridad de equilibrio para importaciones de ese momento. Esa cotización oficial se mantuvo hasta el desmantelamiento del control cambiario en abril de 1996. (Ver gráfico 7).

A fines del año 1995 y comienzos de 1996 la inflación experimentó una escalada de grandes proporciones. En efecto, al expresar la inflación mensual en términos anuales observamos que ésta pasó de 72% en octubre de 1995 a más de 150% en enero de 1996. Esto, en una economía donde no existía la indexación de salarios, era una situación insostenible. De hecho, ese fue uno de los factores fundamentales que llevó al gobierno del presidente Caldera a dar un giro de 180° en materia de política económica en el mes de abril de 1996, poniéndose en marcha una reforma estructural que acogía el esquema de economía de mercado y eliminaba los controles existentes, el cambiario entre ellos. Esta reforma fue bautizada como la Agenda Venezuela³².

Al igual que en las experiencias anteriores, el control cambiario bajo análisis, mostró su eficacia inicial al frenar la fuga incontrolada de capitales que lo originó, pero también demostró su rápido desgaste, haciéndose súbitamente ineficaz en la consecución de su objetivo central, cual era la protección de las reservas internacionales. Adicionalmente, en este caso se ratificó que ese tipo de esquema cambiario introduce una serie de elementos distorsionantes en la economía, como obstáculos a la actividad productiva y la exacerbación de la especulación financiera, a los fines de burlar los controles

y sacar provecho a las profundas distorsiones cambiarias que crea. Otro aspecto relevante a destacar es que cuando estos esquemas de control pretenden divorciar el dinamismo del tipo de cambio de la realidad económica a través de la fijación de tipos de cambio controlados, lo que estimulan es la materialización de mercados paralelos en los que el tipo de cambio se fija por el libre juego de la oferta y la demanda, con el agravante de que cuanto mayor sean las acciones tendentes a evitar que dichos mercados operen, o que los agentes económicos acudan a él, tanto mayor tiende a ser la distorsión y el divorcio entre la cotización libre y la oficial.

Gráfico 7

Evolución de las tasas de cambio en el control de cambios de 1994-1996



Fuente: BCV y MetroEconómica.

Esto genera presiones distorsionantes en la economía, pues cuanto más restringido sea el acceso al tipo de cambio preferencial, tanto mayor será la tendencia a tomar la tasa de cambio del mercado libre como la de referencia al momento de establecer, entre otras cosas, los criterios de los costos de reposición esperados, el riesgo cambiario, y el costo de oportunidad de vender al tipo de cambio oficial los dólares producidos por las exportaciones o por los dividendos obtenidos en moneda extranjera.

Igualmente, cuanto mayor es la disparidad entre las tasas controladas y la libre, legal o no, tanto mayor tiende a ser el estímulo para evadir los controles, pues las operaciones de obtención de divisas a tipos de cambio preferencial se tornan muy rentables. Ello también exacerba las expectativas

de devaluación futura, estimulándose la búsqueda de protección contra la corrección cambiaria inminente. Eso, a su vez, genera presiones adicionales en los mercados de divisas, haciendo aún más difícil el mantenimiento de la funcionalidad del sistema de controles cambiarios, y forzando a que la devaluación al momento de unificar la tasa sea muy intensa, con efectos recesivos profundos sobre la economía.

En resumen, si bien el establecimiento de un control de cambios puede generar beneficios en lo inmediato al frenar la hemorragia de divisas y represar liquidez en el mercado interno, bajando así las tasas de interés, rápidamente desaparecen esas ventajas para dar cabida a una serie de distorsiones de alto costo para la economía en términos de inflación, recesión, incertidumbre, corrupción, y acumulación de distorsiones, que a la larga hay que afrontar, aun cuando las mismas impliquen un alto costo.

RETORNO A LA LIBRE CONVERTIBILIDAD CON UN SISTEMA DE BANDAS CAMBIARIAS

Al igual que lo sucedido en 1989, al decidirse la eliminación de los controles en abril de 1996 y la unificación cambiaria, se estableció un tipo de cambio único similar al existente en el mercado libre. En los primeros días de la unificación la tasa de cambio se ubicó en Bs/\$ 500, para luego bajar al rango de de los Bs/\$ 465-470, en donde se mantuvo hasta comienzos de julio, cuando se estableció el sistema de bandas cambiarias. La unificación, que se materializó el 22 de abril, implicó que en tan sólo algo más de cuatro meses el dólar controlado o preferencial se encareció en un 176%, al pasar el tipo de cambio controlado de Bs/\$ 170 a comienzos de diciembre de 1995 a Bs/\$ 470, días después de la unificación del tipo de cambio³³.

La estabilidad de esa tasa en los meses que siguieron a la unificación se debió, en primer término, a una política monetaria restrictiva implantada por el BCV que elevó las tasas de interés de manera considerable, en segundo término, a la moderación de la demanda después del substancial ajuste cambiario que se había producido y, en tercer lugar, a una relativa alta oferta de dólares en el mercado producida por ingresos de capitales al país.

³³ Es importante hacer notar que a pesar de la intensidad de la devaluación del bolívar con respecto al dólar a comienzos de 1996, el aumento del índice de tipo de cambio real con respecto a la cesta de monedas incluidas en su cálculo, fue relativamente menor. Eso se debió a que en los años precedentes el dólar y, en consecuencia, el bolívar comercial, se apreciaron notablemente con respecto a las monedas de nuestros otros socios comerciales (Europa, Japón, etc.). De esta forma el bolívar se apreció en términos reales mucho más con respecto a esas terceras monedas que con respecto al dólar. Ver Barcia (1999).

El sistema de bandas cambiarias (Julio de 1996 a Febrero de 2002)

Desde el primero de julio de 1996 se implantó un sistema de bandas cambiarias, de acuerdo a las cuales el tipo de cambio fluctuaría en un rango predeterminado. A tales fines, se estableció una paridad central en un nivel similar al existente en el mercado en ese momento, es decir Bs/\$ 470, la cual se ajustaría a razón de un 1,3% por mes, porcentaje que coincidía con la inflación mensual esperada para el último trimestre del año. Igualmente, se fijaron unos límites de 7,5% por arriba y por abajo de la paridad central, formándose así la banda dentro de la cual fluctuaría la tasa de cambio nominal.

En los meses que siguieron al establecimiento de este sistema se notó una gran estabilidad del precio de dólar, lo cual estaba en línea con los postulados de la nueva política cambiaria. Ello se logró a través de unas intervenciones del BCV en el mercado que aseguraban la satisfacción de la demanda de divisas que se producía, evitando así presiones sobre la tasa. De esta forma, a fines de diciembre de 1996 el tipo de cambio estaba en niveles muy próximos al límite inferior de la banda, y muy similares a los de la paridad central inicial³⁴. Ante esto se decidió ajustar la paridad central con el tipo de cambio existente el 31 de diciembre de ese año. El anclaje cambiario continuó a lo largo de todo el año 1997, produciéndose dos nuevas rectificaciones hacia abajo de la paridad central, una el 1 de julio y otra el último día del año. En otras palabras, la banda fue “quebrada” hacia abajo en tres oportunidades, para que así el tipo de cambio no se saliera de su límite inferior.

Este anclaje cambiario se produjo en un período en el que la inflación interna era mucho mayor que la que padecían los principales socios comerciales de Venezuela, produciéndose en consecuencia una sostenida apreciación real de la moneda. La mayor inflación fue producto, en primer término, de la devaluación de comienzos de 1996, en segundo término, de la inercia inflacionaria existente y, en tercer término, de la implantación de una política fiscal ampliamente expansiva que se tradujo en elevados crecimientos del gasto público real durante 1996 y 1997, haciendo que la oferta monetaria también mostrara un intenso crecimiento en ese período, a pesar de los esfuerzos del BCV por controlar la liquidez a través de una política monetaria restrictiva. De hecho, la restricción monetaria se hizo a través de la mesa de dinero del instituto emisor, y de operaciones de mercado abierto, consistentes en la venta de obligaciones emitidas por ese ente

34 La paridad central inicial de la banda el 1 de julio de 1996 fue de Bs/\$ 470, mientras que la de cierre de año fue de Bs/\$ 476,75. Ello implicó un encarecimiento de la divisa de tan sólo 1,4%, mientras que la inflación a nivel de mayorista que se dio en ese semestre fue de 13,6%.

–Títulos de Estabilización Monetaria, TEM³⁵, que ofrecían un alto rendimiento. Esto implicó altos costos y pérdidas para el BCV.

La disparidad inflacionaria se mantuvo en el tiempo, a pesar de que la intensidad del aumento de los precios, particularmente a nivel de mayorista, cedió en los meses que siguieron a la implantación del esquema de bandas, aunque se mantuvo en todo momento en niveles muy superiores a los externos. De hecho, después de la devaluación de abril de 1996 el bolívar comercial estaba acentuadamente subvaluado, situación que se corrigió unos meses más tarde, para comenzar a observarse una sobrevaluación creciente desde fines de ese año. Al igual que lo sucedido en 1989, la maxidevaluación se tradujo en un dramático ajuste de los precios, particularmente a nivel de mayoristas, contribuyendo esto a eliminar buena parte de la elevada subvaluación que se originó con el ajuste cambiario.

Cuadro 3
Inflación a nivel de mayoristas y de consumidores
(Variaciones porcentuales anuales promedio)

	Al mayor		Al consumidor
	General	Productos nacionales	
1995	57,7%	60,3%	59,9%
1996	103,2%	99,6%	99,9%
1997	29,8%	32,7%	50,0%
1998	22,2%	24,4%	35,8%

Fuente: Banco Central de Venezuela.

Esta situación continuó a lo largo de todo el tiempo que estuvo en vigencia el sistema de bandas, llegándose, como veremos más adelante, a un nivel de sobrevaluación muy acentuada en el momento en que éste se substituyó por un sistema de libre flotación del tipo de cambio en febrero de 2002³⁶.

³⁵ Los Títulos de Estabilización Monetaria (TEM) eran bonos cero-cupón emitidos por el BCV que eran vendidos al sistema financiero a través de subastas, generando éstos unos rendimientos elevados que eran altamente costosos para el instituto emisor.

³⁶ El estimado de sobrevaluación del bolívar tiende a ser mayor cuando se usa la metodología de relación de precios de transables y no-transables, que cuando se utiliza la metodología de paridad de poder de compra (PPC). Ello posiblemente se debe al alto grado de dolarización de los precios de los bienes no-transables (edificios, terrenos, etc.), que hace que al devaluarse la moneda los precios de estos últimos aumenten, en moneda nacional, más intensamente que los precios de los transables. Igualmente, cuando hay controles de precios más o menos efectivos, las devaluaciones tienden a tener un mayor efecto correctivo de fenómenos de sobrevaluación, ya que la reacción

La caída de los precios del petróleo causada por las secuelas de las crisis asiática y rusa de 1997 y 1998, respectivamente, y por los altos inventarios de hidrocarburos en los países consumidores, tuvo hondas repercusiones en Venezuela. Además de la reducción importante de las exportaciones y del deterioro de la balanza de pagos, los ingresos fiscales sufrieron una contracción de importancia. Esto último, combinado con los compromisos de pago por servicio de deuda externa pública, que fueron particularmente altos en 1998, hizo que las necesidades de financiamiento del gobierno central de ese año se elevaran a un nivel equivalente al 9% del PIB.

Paralelamente, y como ya era tradicional en Venezuela, el debilitamiento petrolero contribuyó a deteriorar las expectativas cambiarias, ante el temor de que la merma de ingresos de divisas generara limitaciones de oferta en el mercado cambiario, comenzándose a operar una demanda creciente y sostenida de dólares desde el mes de abril de 1998. Esto se vio potenciado por otros factores que también contribuyeron a la creación de un clima de incertidumbre y desconfianza, tales como:

- la sobrevaluación cada vez más evidente del bolívar comercial
- las incertidumbres políticas crecientes de ese año electoral, ante la consolidación cada vez más cierta de la candidatura presidencial de Hugo Chávez
- el convencimiento de que las altas necesidades de financiamiento del gobierno llevaría a una devaluación con el fin de elevar los ingresos fiscales petroleros.

El estallido de la crisis rusa a mediados de agosto de 1998, caracterizada por la devaluación del rublo y la declaración de moratoria de parte de la deuda pública de ese país, no sólo se tradujo en el derrumbe de su bolsa de valores y de los precios de sus bonos en los mercados internacionales, sino, por el efecto contagio, en la caída abrupta de los mercados de valores de los de los países del mundo emergente. Dada la característica común de Venezuela y Rusia de ser exportadores de petróleo, muchos analistas internacionales percibieron que en Venezuela podría desarrollarse una situación tan adversa como la que se vivía en el país europeo; esto desencadenó una venta masiva de valores venezolanos, produciendo el desplome de sus precios en los mercados internacionales, y la caída abrupta de la bolsa de Caracas. Paralelamente, cayó la demanda local de dinero, y se potenció la dema-

da de divisas como un mecanismo de protección. Buena parte de esa compra de dólares se financió con préstamos locales en bolívares.

El BCV decidió resistir los embates especulativos, permitiendo tan sólo ajustes marginales del tipo de cambio a través de la venta masiva de divisas. Simultáneamente, redobló los esfuerzos por restringir la oferta monetaria, disparándose las tasas de interés³⁷. Ante esta situación, y generalizado el convencimiento de que el BCV no devaluaría ya que contaba con los recursos para evitarlo, a mediados de septiembre se revirtió la situación, bajando la demanda de divisas y aumentando su oferta, ya que los agentes económicos que se habían endeudado en bolívares para adquirir divisas, procedieron a liquidar sus posiciones en dólares, dado el alto costo financiero que tenían que afrontar.

Superada la crisis a fines de septiembre, en los meses subsiguientes el bolívar se fortaleció y estabilizó, a pesar de la efervescencia política ante la proximidad de las elecciones de principios de diciembre. De hecho, después de alcanzar un máximo de Bs/\$ 589,25 en el momento más álgido del furor especulativo, el tipo de cambio del último trimestre de 1998 estuvo en torno a los Bs/\$ 570, experimentando incluso una caída hasta los Bs/\$ 555 en los días que siguieron a la elección presidencial, cuando surgió una ola de optimismo debido a las positivas declaraciones del presidente electo. Esto produjo una acentuada recuperación, aunque efímera, de la bolsa de valores, así como el fortalecimiento del bolívar, que ya mencionamos, permitiendo que la tasa cambiaria al cierre del año fuera de Bs/\$ 565, nivel similar al existente a fines de julio.

El nuevo gobierno decidió continuar el sistema de bandas con el claro objetivo de utilizar el anclaje cambiario como mecanismo controlador de la inflación. Para ello se diseñó un esquema de política monetaria que buscara como uno de sus objetivos centrales la protección de las reservas internacionales, de tal forma que éstas se mantuvieran en los niveles requeridos para asegurar la permanencia de aquel anclaje cambiario³⁸. En tal sentido, el BCV implantó una política monetaria de corte restrictivo a través de las operaciones de mercado abierto con la modalidad de REPOS, de la modificación de encajes, de la apertura de la mesa de dinero, y del encarecimiento del redescuento.

37 En el mes de septiembre las tasas pasivas superaban el 50%, mientras que la tasa activa promedio estaba en torno al 75%, ubicándose las tasas para préstamos de corto plazo en niveles próximos al 100%. Esto implicaba tasas pasivas reales superiores al 20%, mientras que las activas reales superaban holgadamente el 40%. Para un análisis más detallado, ver Palma (1999).

38 Ver Mensaje de Fin de Año del Presidente del Banco Central de Venezuela (2001).

Esta política dio los resultados esperados, ya que la inflación siguió mostrando la tendencia a la moderación que venía experimentando desde fines de 1996, debilitándose de esta forma la inercia inflacionaria. Incluso, ello fue posible a pesar de la política fiscal netamente expansiva que se implantó desde 1999, que generó altas necesidades de financiamiento al gobierno central, pues los ingresos ordinarios no aumentaron al ritmo que lo hizo el gasto.

Inicialmente, pudiera dar la impresión de que lo anterior se contradice con la imagen de prudencia de gasto, implícita en el importante nivel de ahorro que se hizo en el fondo de estabilización macroeconómica (FIEM) durante los tres primeros años de la administración de Chávez. Sin embargo, al comparar las cifras de aquel ahorro con el nuevo endeudamiento del gobierno central, se llega a una conclusión diferente. En efecto, en el período 1999-2001 los aportes acumulados al FIEM fueron de Bs 4,8 billones, mientras que en el mismo lapso el gobierno central incrementó su nivel de endeudamiento interno en Bs 8 billones, a los fines de cubrir las necesidades de financiamiento de esos años. Esto implicó que la deuda interna del gobierno central pasara de Bs 2,5 billones a fines de 1998 a 10,5 billones a fines de 2001³⁹.

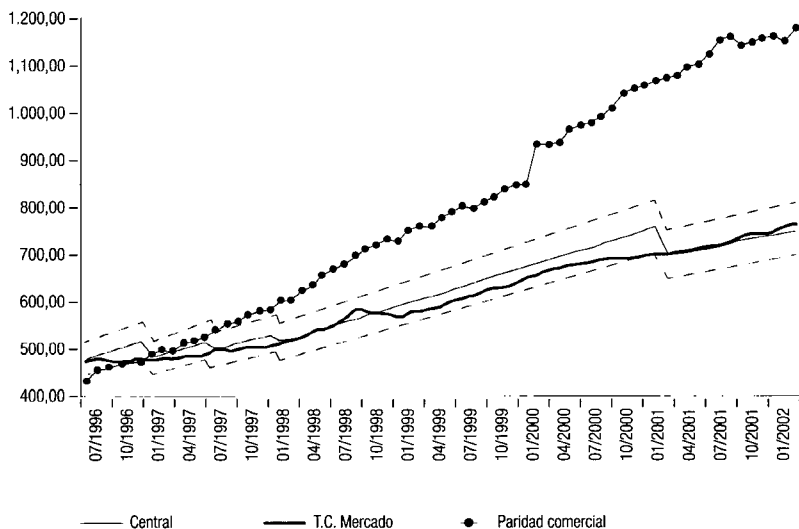
Uno de aspectos importantes a destacar es que la notable estabilidad cambiaria del período 1999-2001 en buena medida se debió al comportamiento favorable de los precios petroleros, que mostraron una franca tendencia al crecimiento desde mayo de 1999. De hecho, el precio promedio de ese año se ubicó en torno a los \$ 16 por barril, nivel muy superior a los \$ 9 por barril que se estaba previendo en los primeros meses del año, cuando aún se vivía la depresión del mercado petrolero que venía del año anterior. En el año 2000 el precio promedio subió a \$ 26 el barril y en el primer semestre de 2001 se ubicó en torno a \$ 22, antes de experimentar una sostenida y brusca caída en el segundo semestre de ese año.

Esto permitió que no sólo se diera la estabilidad cambiaria, sino que hasta se decidiera reducir en varias oportunidades la intensidad de corrección mensual de la paridad central de la banda, y que a comienzos de 2001 se volviera a quebrar la banda hacia abajo, a los fines de evitar que la tasa cambiaria nominal rompiera el límite inferior de la misma. No obstante, durante todos esos años continuó el proceso de apreciación real de la moneda, haciendo crecer en forma sostenida el nivel de sobrevaluación del bolívar comercial. Como se ve en el Gráfico No. 8, la disparidad creciente entre la tasa de cambio nominal y la de equilibrio de importaciones era cada vez mayor, al punto de que a comienzos de 2002 la sobrevaluación superaba el 55%.

39 Este monto no incluye la deuda en forma de Letras del Tesoro, Bonos del Tesoro y Certificado de Reintegro Tributario.

Gráfico 8

Régimen de bandas cambiarias 1996-2002 (Bs./US\$)



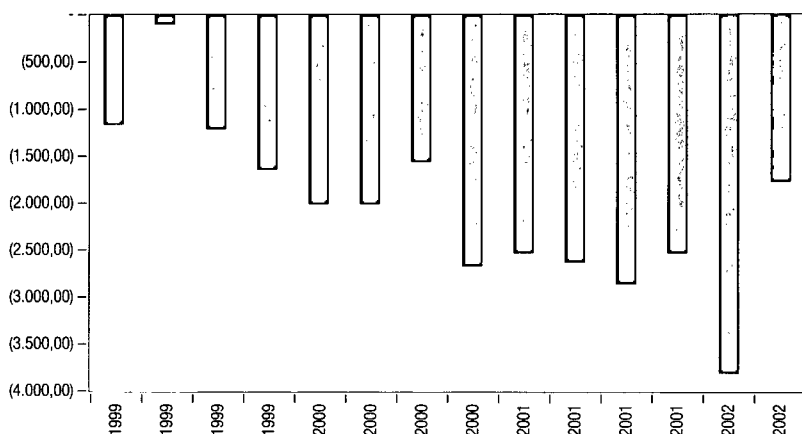
Fuente: Banco Central de Venezuela y MetroEconómica.

Sin embargo, es válido preguntarse por qué se mantuvo la estabilidad cambiaria en los meses de bajos precios de esos tres años, vale decir, durante los primeros meses de 1999 y durante el segundo semestre de 2001 y primeros meses de 2002. Con respecto al primer caso, hay que recordar que a comienzos de 1999 aún estaban frescas las vivencias de agosto y septiembre de 1998, cuando el BCV ganó “la batalla” de la especulación cambiaria que se desató, infligiendo severos costos a los especuladores cambiarios. Eso contribuyó a que se mantuviera la calma en el mercado, a pesar de los bajos precios petroleros que imperaban.

Con referencia al segundo lapso (segundo semestre de 2001 y comienzos de 2002), la situación fue diferente. De hecho, durante esos meses se desencadenó una nueva oleada especulativa contra el bolívar, muy similar a la de mediados de 1998, debido, en gran parte, al comportamiento adverso de los precios petroleros. Éstos cayeron como consecuencia, por un lado, de la recesión internacional y de los altos niveles de inventarios que mantenían los países consumidores y, por el otro, de la expansión de la producción de varios países exportadores, como Rusia, Noruega y Canadá, que neutralizó los esfuerzos de recorte de la OPEP, manteniendo altos los niveles de oferta en los mercados internacionales. Esta situación petrolera adversa se vio complementada por el enrarecimiento del clima político en Venezuela, haciendo que los agen-

tes económicos percibieran un ambiente de alto riesgo e incertidumbre, ante lo cual decidieron comprar divisas como un mecanismo de protección.

Gráfico 9
Salidas de capital
(Millones de US\$)



Fuente: Banco Central de Venezuela y MetroEconómica.

El BCV, nuevamente hizo frente al ataque especulativo vendiendo los dólares necesarios para satisfacer la demanda, e implementando una política monetaria más restrictiva. Como resultado de estas acciones, las reservas internacionales del instituto emisor comenzaron a mermar, haciendo que en el segundo semestre de 2001, las mismas se redujeran en un nivel próximo a los \$ 1.500 millones⁴⁰. Sin embargo, en las primeras seis semanas de 2002 la demanda especulativa de dólares arreció, a pesar de la mayor restricción monetaria y de la notable escalada de las tasas de interés. Esto hizo que las reservas internacionales del BCV se contrajeran en \$ 2.000 millones en ese breve lapso, haciendo insostenible la situación. Cada vez se hacía más obvio que el esquema de bandas cambiarias aplicado se había agotado, siendo necesaria su modificación radical, o su sustitución por un esquema alternativo y más funcional. El sistema de bandas implantado desde comienzos de julio de 1996 había llegado a su final.

⁴⁰ Se refiere a la tenencia de activos internacionales del BCV, constituidos por las reservas internacionales más los recursos depositados en el FIEM. El monto global de esos activos era de \$ 19.992 millones a fines de junio de 2001, mientras que para fines de ese año había disminuido a \$ 18.522 millones.

LA FLOTACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO ÚNICO CON LIBRE CONVERTIBILIDAD

Aprovechando el feriado de Carnaval, el 12 de febrero de 2002 el presidente Chávez anunció a la nación la implantación de un nuevo sistema cambiario a partir del día siguiente, consistente en la libre flotación del tipo de cambio, manteniéndose la libre convertibilidad y el tipo de cambio único. Como parte del nuevo esquema, el BCV ofertaría cada día una determinada cantidad de dólares a través de tres subastas diarias, haciéndose de conocimiento público los precios promedio que resultaren de cada subasta. De esta manera se establecerían los tipos de cambio referenciales que servirían para determinar el tipo de cambio de mercado. Al comenzar las subastas se estableció que el BCV ofertaría \$ 60 millones diarios por esa vía, magnitud que ulteriormente, en el mes de mayo, se redujo a \$ 45 millones. Adicionalmente, el instituto emisor intervendría en el mercado en forma esporádica para corregir o evitar distorsiones o desviaciones de la tasa cambiaria. El nuevo esquema implicaba el abandono del anclaje del tipo de cambio como instrumento controlador de la inflación, pasando esa función de restricción inflacionaria a la política fiscal. Eso dio origen al término “ancla fiscal”.

En los primeros días de funcionamiento del nuevo esquema, el tipo de cambio se disparó, pasando de Bs/\$ 793, última cotización bajo el esquema de bandas, a Bs/\$ 1.079,50 el 25 de febrero, tan sólo dos semanas después de comenzar a operar el nuevo sistema, mostrando en los días posteriores una tendencia a la moderación. Este ajuste cambiario inicial de 36% lo podemos identificar como el *overshooting* que normalmente se presenta en este tipo de situaciones, seguido por una apreciación ulterior de la moneda, que se da cuando los agentes económicos se convencen de que después del ajuste cambiario es conveniente vender moneda extranjera para adquirir bienes locales⁴¹.

Uno de los factores que contribuyó a bajar la tasa cambiaria desde los primeros días de marzo fue la severa profundización de la política monetaria restrictiva que implantó en BCV desde que comenzó a operar el nuevo esquema cambiario, haciendo que las tasas de interés, al igual que lo que sucedió en agosto y septiembre de 1998, se dispararan, llegando las activas reales a ubicarse en algunos momentos en niveles del 40%. Eso hizo que, incluso en los días que siguieron a los dramáticos sucesos políticos de mediados de abril, la tasa cambiaria se mantuviera en torno a los Bs/\$ 850 durante la segunda quincena de ese mes.

Todos los agentes económicos, sin embargo, sabían que esa era una tasa artificial e insostenible, ya que la misma, además de implicar un nivel de sobrevaluación aún mayor que el existente en los últimos días de vigencia del

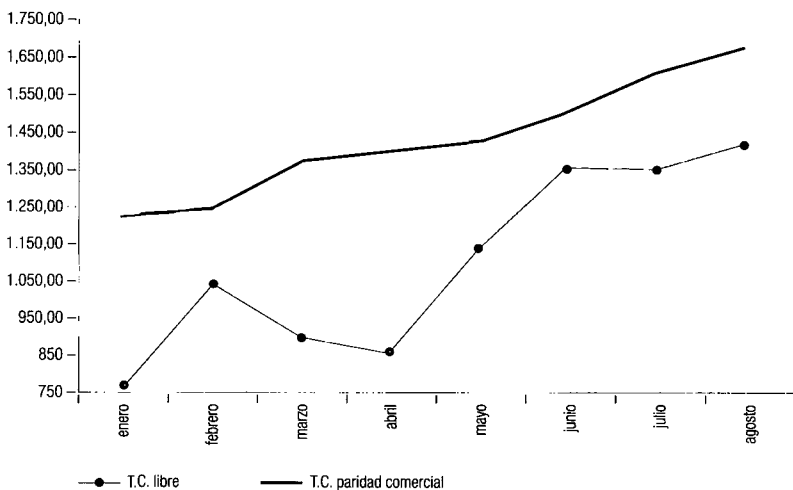
41 Ver Dornbusch (1976).

sistema de bandas, se había logrado a través de una restricción monetaria que estaba asfixiando al sector productivo del país. Entonces se manifestó una paralización total de actividades, ya que cayeron las ventas y desaparecieron las posibilidades de cobro en la cadena productiva, pues nadie se desprendía de la poca liquidez de que disponía. Todos querían cobrar pero nadie deseaba pagar. Por su parte, múltiples deudores individuales y empresas altamente endeudadas no podían honrar sus obligaciones dadas las altísimas tasas de interés, pudiendo sobrevivir económicamente tan sólo aquellos con posiciones en dólares que pudieran ser liquidadas. Esto implicó un aumento abrupto de la cartera morosa de la banca, incrementándose con ella la vulnerabilidad de algunos bancos del sistema que estaban en una situación poco sólida.

Ante esta dramática situación, no quedaba más alternativa que flexibilizar la política monetaria, permitiendo una mayor holgura de liquidez a través de la compra por parte del BCV de valores en poder de la banca. Eso permitió que bajaran las tasas de interés, pero también que se canalizara hacia el mercado cambiario buena parte de la mayor liquidez disponible, debido, por una parte, al convencimiento de que el bolívar se depreciaría intensamente y, por la otra, a la incertidumbre y zozobra que causaba la inestabilidad política que se vivía en el país, y la radicalización y confrontación cada vez mayor del discurso gubernamental. Esto hizo que el tipo de cambio se elevara en forma sostenida e intensa.

Gráfico 10

Comportamiento del tipo de cambio y la paridad de importaciones durante la flotación 2002 (Bs./US\$)



Fuente: Banco Central de Venezuela y MetroEconómica.

Si bien ese abrupto ajuste cambiario implicó la práctica eliminación de la sobrevaluación del bolívar, el mismo también generó expectativas negativas, ante el convencimiento de que éste contribuiría a profundizar la recesión ya existente⁴², a aumentar el desempleo y el subempleo, y a deteriorar el salario real como producto del aumento de los precios.

Con relación a la inflación, hay que decir que el anuncio gubernamental de que el ancla cambiaria sería substituida por el ancla fiscal a los fines de afrontar ese problema, generó una serie de expectativas e incertidumbres acerca de las posibilidades de éxito en esta materia, ya que en los meses que siguieron a ese anuncio lo que se manifestó a plenitud fue una dramática situación de desequilibrio fiscal. En efecto, a pesar del incremento de los ingresos esperados debido al repunte de los precios petroleros internacionales, a la depreciación abrupta de la moneda, y a los mayores impuestos al valor agregado y al débito bancario⁴³, los estimados acerca de la gestión presupuestaria del año 2002 siguieron mostrando un desequilibrio de importancia, previéndose para el año siguiente una situación mucho más delicada. Esto creó un escepticismo general acerca de las posibilidades reales de que, por un lado, se controlara la inflación a través del ancla fiscal, y que, por el otro, se eliminara la volatilidad cambiaria, ya que el logro de lo segundo depende en gran medida de la consecución de lo primero.

La inexistencia de aquella ancla fiscal podría obligar al BCV a seguir implantando una política monetaria restrictiva, impidiendo que bajen las tasas de interés. Esto no sólo afectaría al sector productivo privado y a los deudores en bolívares, sino que también perjudicaría al gobierno central, quien tendría una mayor carga financiera para servir su deuda interna, y a quien le sería mucho más difícil y costosa la colocación de nuevas obligaciones en el mercado local para cubrir sus necesidades de financiamiento.

42 De acuerdo a los estimados del BCV, en el segundo trimestre de 2002 el PIB real experimentó una contracción de 9,9% con respecto a igual período del año precedente, habiendo sectores que sufrieron caídas aún más severas, como el de la Construcción (-30,81%), Petróleo (-16,74%), Comercio (-11,8%) y Transporte y Almacenamiento (-10,1%). La contracción del primer semestre de 2002 con respecto al de 2001 fue de 7,1%. Para un análisis de los efectos contractivos de una devaluación, ver Cooper (1971) y Krugman, Taylor (1978).

43 A fines de julio de 2002 se introdujeron una serie de ajustes al IVA y al impuesto al débito bancario, elevándose sus tasas de 14,5% a 16% en el primer caso, y de 0,75% a 1% en el segundo.

CONCLUSIONES

La multiplicidad de sistemas cambiarios que se han implementado en Venezuela durante las últimas seis décadas permiten llegar a algunas conclusiones relevantes. La primera de ellas es que no hay un régimen cambiario óptimo, y ninguno funciona eficientemente en una economía sometida a desequilibrios recurrentes y profundos, o a shocks externos frecuentes, ya que las distorsiones económicas que éstos crean se reflejan tarde o temprano en el tipo de cambio, distorsionando su comportamiento. Por ejemplo, desequilibrios creados por déficit fiscales recurrentes y crecientes se traducen a la larga en presiones inflacionarias, independientemente de la forma en cómo sean financiadas esas brechas. Esto, a su vez, se refleja en el esquema cambiario, sea cual sea éste.

En efecto, en un sistema de tipo de cambio fijo, o fijo con ajustes periódicos, o de anclaje del tipo de cambio, el repunte inflacionario interno tiende a apreciar la moneda en términos reales, surgiendo, a la larga, problemas de sobrevaluación crecientes que afectan al aparato productivo, restándole competitividad al sector de transables. Muchas veces se comenta que esa pérdida de competitividad puede compensarse con inversiones en nuevas tecnologías, esfuerzos de reducción de costos de producción, subsidios, u otros mecanismos. Si bien esto es cierto en el corto plazo, la realidad nos enseña que, tarde o temprano, aquella distorsión del tipo de cambio real se hace insostenible, particularmente si aparece un elemento de distorsión, como la caída de los precios de exportación, limitaciones al financiamiento externo, u otro. Entonces sobrevienen masivas devaluaciones con consecuencias devastadoras sobre las economías debido a sus profundos efectos recesivos, inflacionarios y de contracción de salarios reales. En el caso específico de Venezuela tenemos varias experiencias de este tipo. Tal es el caso de las de los años 1987 y 1988 que desembocaron en la maxidevaluación de 1989, así como el del período en el que se estableció el sistema de bandas (1996-2002), que culminó con el profundo ajuste cambiario que se inició en febrero de 2002.

Por el contrario, en regímenes de tipo de cambio flexibles el ajuste cambiario tiende a producirse en forma inmediata y paulatina, evitándose las distorsiones que se van acumulando en el tiempo bajo sistemas de tipo de cambio fijo o pocos flexibles; esto reduce en forma substancial los riesgos de tener que implementar maxidevaluaciones profundas, con sus efectos devastadores. Un buen ejemplo de esto es lo sucedido en los años que siguieron a la maxidevaluación de marzo de 1989. En efecto, el dinamismo cambiario que entonces se implantó, buscando evitar la distorsión del tipo de cambio real, contribuyó a evitar salidas masivas de capital y ajustes de cambio violentos, a pesar de las difíciles crisis políticas que se vivieron en esos años.

Igualmente, en regímenes de tipo de cambio flexibles o flotantes, la presencia de desequilibrios macroeconómicos recurrentes y crecientes, o de shocks económicos, tiende a reflejarse en forma mucho más inmediata sobre el tipo de cambio y, en consecuencia, sobre los precios⁴⁴. De persistir los desequilibrios se puede caer en situaciones de ajustes cada vez más intensos del tipo de cambio, generando recesión y presiones inflacionarias, que en muchos casos potencian los desequilibrios, cayéndose en situaciones de causa-efecto muy perniciosas, tales como círculos viciosos de inflación-devaluación-inflación. Es por esto que es importante prestar mucha atención a las reacciones tempranas del tipo de cambio, con el fin de corregir los desequilibrios o enfrentar los shocks, evitando así caer en esos círculos viciosos.

Por el contrario, bajo regímenes de tipo de cambio fijo, o poco flexibles, aquellos desequilibrios tienden a pasar más desapercibidos, pero a la larga, cuando la situación se hace insostenible, sobreviene el estallido cambiario con sus efectos devastadores. El caso argentino de 2001-2002 después de diez años de estabilidad con la caja de conversión, es un buen ejemplo de esto.

En Venezuela se vivió un largo período con tipos de cambio fijo, sistema que funcionó con mucha eficiencia mientras se mantuvieron los balances fundamentales de la economía. Cuando éstos se rompieron, se hizo insostenible el esquema cambiario, tal como sucedió al inicio del sistema democrático a fines de los años 50 y comienzos de los 60, produciéndose salidas masivas de capital debido a las incertidumbres políticas que entonces privaron. Los períodos de alta turbulencia y cambios que ha vivido Venezuela durante las dos últimas décadas, en muchos casos debido a factores externos sobre los que se tiene muy poca capacidad de influencia, hacen muy difícil, por no decir imposible, el mantenimiento sostenido de aquellos balances fundamentales. De allí que concluyamos que la aplicación de esquemas de tipo de cambio fijo en una economía tan volátil y dependiente de los vaivenes petroleros, como es la venezolana, no es conveniente ni viable. Simplemente, en Venezuela no están dadas las condiciones para que un esquema de tipo de cambio fijo funcione eficientemente y con criterio de permanencia⁴⁵.

Finalmente, otra conclusión que se puede extraer de las tres últimas experiencias de controles de cambio que se han implantado en Venezuela, es que si bien decisiones de este tipo pueden justificarse en momentos puntuales para parar fugas masivas de capitales que merman rápidamente las reservas internacionales, las mismas tienen que ser tomadas con un criterio de

⁴⁴ Ver Purroy (1998).

⁴⁵ Ver Corden (2000).

temporalidad, e introduciendo la menor cantidad posible de factores distorsionantes, como el establecimiento de tipos de cambio fijos controlados, o limitaciones al acceso del mercado paralelo. La idea de la autoridad cambiaria tiene que ser el desmantelamiento de los controles en el plazo más breve posible, poniendo la mayor atención en la corrección de los factores distorsionantes que produjeron la fuga de capitales. Sólo así se evitará caer en las profundas y crecientes distorsiones que esquemas de control de este tipo introducen en las economías al poco tiempo de su implantación.

Caracas, septiembre de 2002

EPÍLOGO⁴⁶

Durante el último trimestre de 2002 y primeras semanas del 2003 continuó implantándose el sistema de flotación del tipo de cambio. Sin embargo, desde mediados de octubre de 2002 el precio del dólar dejó de crecer, e incluso mostró una tendencia a la moderación, a pesar de que la liquidez monetaria mantuvo su ritmo de expansión. Eso se debió, por una parte, a que la banca se vio forzada a liquidar parte de su posición en moneda extranjera debido a limitaciones y regulaciones impuestas por las autoridades monetarias y, por la otra, a que múltiples empresas también vendieran parte de su tenencia de dólares para obtener la liquidez que requerían para afrontar sus obligaciones de fin de año. Esta situación que se exacerbó durante las primeras semanas de diciembre, cuando la suspensión de actividades debido al paro general que se inició el día 2 de ese mes interrumpió el flujo de ingresos de las empresas. Esto último contribuyó a que el tipo de cambio mantuviera su tendencia a la baja durante las primeras tres semanas de diciembre, a pesar del paro petrolero que se inició el 4 de dicho mes, y que implicó una caída abrupta de la producción y exportación de hidrocarburos.

No obstante, como era lógico esperar, la práctica paralización de la principal actividad económica del país, combinada con la exacerbación del clima político, hizo que las salidas de capitales repuntaran notablemente, haciendo que el tipo de cambio reiniciara su franca tendencia alcista durante los últimos días de diciembre y primeras semanas de enero de 2003, pasando de Bs/\$ 1.271,25 el 20 de diciembre a Bs/\$ 1.853 el 21 de enero siguiente, lo cual implicó un encarecimiento del 46% de la divisa norteamericana, y que las reservas internacionales en poder del BCV se con-

⁴⁶ El presente epílogo tiene por finalidad actualizar al lector sobre lo que aconteció en materia cambiaria en Venezuela entre la fecha de publicación del trabajo original (octubre de 2002) y la fecha de redacción de esta adenda (junio de 2008).

trajeran en más de un 13% en esas pocas semanas. Ello llevó a las autoridades económicas a suspender las operaciones cambiarias al sector no gubernamental el 21 de enero de 2003, y a implantar a partir del 6 de febrero un severo control cambiario.

El control de cambios implementado desde febrero de 2003

El día que precedió a la implantación del control cambiario salieron publicados en la Gaceta Oficial los dos convenios cambiarios celebrados entre el Ejecutivo Nacional y el BCV, donde se establecían las normas del nuevo régimen de administración de divisas⁴⁷. En el primero se establecía el nuevo régimen para la administración de divisas, distinguiéndose entre la reglamentación aplicable al sector público y al sector privado, mientras que en el segundo se establecían los tipos de cambio aplicables a todas las operaciones cambiarias indicadas en el convenio cambiario número 1, fijándose un tipo de cambio oficial de Bs/\$ 1.596 para la compra y uno de Bs/\$ 1.600 para la venta. Adicionalmente, se publicaron dos decretos en los que se disponía la creación de la Comisión de Administración de Divisas (Cadivi) y se designaban los miembros que la integrarían, asignándosele a dicha comisión amplias atribuciones para la estructuración y el manejo del control cambiario.

En el caso del régimen aplicable al sector público no hubo mayores modificaciones, ratificándose la obligatoriedad de vender al BCV las divisas que obtuvieran los entes públicos por operaciones de exportación, contratación de empréstitos u otros conceptos, y estableciéndose que las solicitudes de adquisición de moneda extranjera por parte de los entes del sector público se realizarían directamente por ante el BCV, quedando exentas de las regulaciones y controles de Cadivi, que sólo serían aplicables a los entes del sector privado.

Entre otras normas y características del nuevo régimen cambiario se pueden mencionar las siguientes:

- Se estableció que todas las divisas originadas por las exportaciones, o aquellas que ingresaren al país por cualquier concepto, como turismo, transporte, remesas, servicios profesionales, etc. eran de venta obligatoria al BCV al tipo de cambio oficial
- Se creó un mercado paralelo en el que se podían hacer transacciones de compra-venta de moneda extranjera a un tipo de cambio libre. Estas operaciones eran legales, siempre que las divisas que se tranzaran no entraran al país, en cuyo caso eran de venta obligatoria al BCV

- La compra de divisas al tipo de cambio oficial para importaciones, remesas, servicio de deuda privada externa y otros fines, quedaba limitada y sujeta a la aprobación previa de Cadivi. No obstante cualquier importador podía realizar importaciones pagaderas con divisas de su propiedad o que las obtuviere en el exterior a través de operaciones de compra o de endeudamiento, sin que para ello se requiera la autorización previa de Cadivi
- Inicialmente se establecieron unas normas excesivamente rígidas para la realización de exportaciones privadas, teniendo éstas que contar con la aprobación previa de Cadivi; posteriormente se flexibilizaron estas normas
- La utilización de los Convenios de Pagos y Créditos Recíprocos para la realización de pagos desde o hacia países de Aladi seguía siendo voluntaria. No obstante, la realización de importaciones a través de este mecanismo tenían que contar con la autorización previa de CADIVI, y el importador, u organización autorizada, le debía pagar al BCV el equivalente en bolívares de las divisas correspondientes al tipo de cambio oficial⁴⁸.

La inexperiencia del personal recién nombrado en Cadivi, la limitación de técnicos especializados, la engorrosa y detallada normativa del control cambiario, y la exigencia de presentar constancias de pago de múltiples contribuciones a entes públicos para poderse inscribir en el registro de usuarios del sistema de administración de divisas (Rusad), fueron algunas de las razones que paralizaron las operaciones cambiarias en los primeros meses de implementación del control, haciéndolo prácticamente inoperante. Consecuentemente, el tipo de cambio en el mercado libre, el cual comenzó a operar en forma automática, mostró una escalada muy acentuada y sostenida durante los primeros seis meses de operación del control cambiario, pasando éste de un nivel de Bs/\$ 1.853 –cotización del 21 de enero de 2003, último día de operaciones bajo el esquema de libre flotación–, a Bs/\$ 3.000 durante la tercera semana de julio. Eso implicó un encarecimiento de la moneda norteamericana en este mercado de más del 60% en menos de seis meses, y se tradujo en un desligamiento profundo entre el tipo de cambio fijo oficial de Bs/\$ 1.600 y el del mercado libre, llegando a diferir éstos en más de un 87%.

Sin embargo, durante los últimos días del mes de julio el tipo de cambio libre experimentó una baja muy pronunciada, ubicándose en torno a los Bs/\$ 2.500, nivel en el que se mantuvo por varios meses. Ello fue posible por la venta de bonos de deuda pública denominados en dólares que podían ser adquiridos por el público en bolívares al tipo cambio oficial, para luego ser revendidos a descuento en los mercados secundarios internacionales⁴⁹. De esta forma, el ente público que vendía la obligación obtenía los bolívares necesarios para adquirir las divisas que requería en el BCV, pero a la vez se le posibilitaba a los compradores de esos títulos adquirir dólares a un precio determinado por la cantidad de bolívares gastados en la adquisición del bono en el mercado primario, dividido entre el número de dólares obtenidos al venderlo a descuento en el exterior. Esto, además de absorber liquidez monetaria, redujo la presión de demanda existente en el mercado paralelo, y permitió estabilizar el tipo de cambio libre durante varios meses. En noviembre de 2003 se realizó una segunda venta de bonos con estas características, contribuyendo ello a alimentar el mercado paralelo. No obstante, a partir de diciembre la cotización libre comenzó a mostrar un aumento sostenido, en parte debido a las expectativas de ajuste del tipo de cambio oficial a comienzos de 2004, como de hecho ocurrió el 9 de febrero de ese año, pasando la tasa para la compra de Bs/\$ 1.596 a 1.915,20 y la de venta de Bs/\$ 1600 a Bs/\$ 1920, niveles que se mantuvieron inalterados hasta comienzos de marzo de 2005.

Otro factor que también contribuyó a la subida del tipo de cambio paralelo en diciembre de 2003 y primeros meses del 2004 fue el enrarecimiento del clima político debido a las dilaciones y maniobras oficiales tendientes a postergar el referendo revocatorio del Presidente de la República, el cual finalmente se pudo realizar el 15 de agosto de 2004. Las crecientes tensiones que ello causó estimuló la compra de divisas como un mecanismo de

⁴⁹ Previo a la operación de los bonos denominados en dólares se popularizó una operación bursátil interesante que buscaba como objetivo la obtención de divisas. Esta consistía en la adquisición en bolívares de acciones de la Compañía Anónima Teléfonos de Venezuela (Cantv) en la Bolsa de Valores de Caracas, con la finalidad de canjearlas por recibos de depósitos americanos (ADR) de la misma compañía, los cuales podían ser posteriormente vendidos en dólares en la bolsa de Nueva York. Esto implicó, por una parte, el aumento abrupto del precio de las acciones de la Cantv y el desbocamiento del índice bursátil de la Bolsa de Valores de Caracas, así como un importante aumento de la cotización de los ADR de Cantv en Wall Street. No obstante, durante el mes de mayo de 2003, cuando estas operaciones estuvieron más en boga, el comportamiento del tipo de cambio libre continuó mostrando un sostenido ascenso, ya que los volúmenes de dólares obtenidos a través de este mecanismo no fueron de las proporciones requeridas para modificar aquella tendencia cambiaria.

protección ante el clima de creciente incertidumbre que entonces se vivía en el país, presionando el tipo de cambio libre, que subió en los primeros días de marzo a Bs/\$ 3.400. Sin embargo, desde mediados de ese mes esa cotización comenzó a experimentar una tendencia a la moderación que se mantuvo hasta fines de ese año, cuando alcanzó un nivel de Bs/\$ 2.720, muy similar al existente al cierre de 2003. Este comportamiento se debió a varios factores, entre los que destacan el importante aumento del precio de exportación del petróleo, las distintas ventas de bonos denominados en dólares y adquiribles en bolívares que se hicieron a lo largo del año⁵⁰, la flexibilización en la asignación y liquidación de divisas a tipo de cambio oficial, y el establecimiento de cupos de dólares preferenciales para consumo con tarjetas de crédito en el exterior y para compras de bienes y servicios a través de internet⁵¹. Al igual que en el año anterior, en diciembre de 2004 comenzó a subir el tipo de cambio paralelo ante el convencimiento de que se produciría en breve un nuevo ajuste del tipo de cambio oficial.

Durante los dos primeros años de implementación del control cambiario la inflación repuntó de una manera importante, particularmente a nivel de mayorista. Las severas restricciones en la asignación de divisas durante buena parte de 2003 forzaron a los importadores a realizar sus compras externas con dólares libres, implicándoles un incremento acentuado de sus costos. Esto hizo que ese año el índice de precios al mayor aumentara un 53,1% en comparación con 2002, y que los precios de los productos foráneos aumentaran aún más intensamente. Los precios a nivel de consumidor, por su parte, también mostraron un crecimiento de importancia, aunque de mucha menor intensidad que a nivel de mayorista. Los estrictos controles de precios implantados desde febrero de 2003, combinados con la caída de las ventas debido a la severa contracción del poder de compra de los consumido-

⁵⁰ En marzo de 2004 se anunció la colocación de "Unidades de Inversión" con un valor de Bs 2.880.000 cada una y las cuales estaban conformadas por tres títulos: dos Vebonos con vencimientos en 2008 y 2009 y con un valor de Bs 960.000 cada uno, y por una nota de US\$ 500, equivalente a Bs 960.000 al tipo de cambio oficial de Bs/\$ 1.920. La venta ulterior de estos títulos generó un tipo de cambio implícito superior a los Bs/\$ 3.225, algo menor que la tasa libre del momento, pero muy poco atractiva para los inversionistas. Por ello se requirió que el 16 de abril el Ministerio de Finanzas tuviera que anunciar una nueva colocación de US\$ 1.000 millones de bonos públicos adquiribles en bolívares. En este caso la cotización implícita fue más atractiva, contribuyendo a reducir el tipo de cambio paralelo a Bs/\$ 2,900.

⁵¹ En febrero de 2004 se autorizó un cupo anual de gasto en el exterior a través del uso de tarjetas de crédito de US\$ 2.000, siendo éste aumentado a US\$ 3.000 en junio y a US\$ 4.000 en octubre. Adicionalmente, en junio se estableció un cupo anual para compras a través de internet de US\$ 1.500, siendo éste ampliado en octubre a US\$ 3.500.

res que se produjo en ese caótico año, impidió que los detallistas pudieran transferir a sus clientes los mayores precios que ellos pagaban a sus proveedores, generando esto una importante reducción de sus márgenes de beneficio. La mayor fluidez de divisas preferenciales que se operó en 2004 redujo la presión sobre los precios, aun cuando la inflación a nivel de mayorista (30%) se mantuvo muy por encima de la que se produjo a nivel de detal (19,2%).

Al igual que tantas veces en el pasado, la fijación del tipo de cambio oficial por períodos prolongados, combinada con la mayor inflación interna a nivel de mayorista en comparación con la que padecían nuestros principales socios comerciales, produjo una intensa apreciación real del signo monetario. Esto se tradujo en una sobrevaluación creciente del bolívar destinado a la compra de dólares preferenciales, ubicándose ésta en un 38,8% al cierre de 2004, a pesar de la corrección de la tasa controlada de febrero de ese año.

El 3 de marzo de 2005 se hizo un nuevo ajuste al tipo de cambio oficial, ubicándose en Bs/\$ 2.144,60 para la compra y Bs/\$ 2.150,00 para la venta, significando esto un encarecimiento de un 12% del dólar preferencial. Esta devaluación contribuyó a reducir el grado de sobrevaluación del bolívar destinado a la adquisición de esa divisa a algo menos de un 30%. El importante incremento de los precios petroleros a lo largo de ese año permitió, por una parte, continuar la política de franco aumento del gasto público que se venía implementando desde el año anterior, con el consecuente incremento de la oferta monetaria y del consumo privado. Esto, a su vez, se tradujo en un fuerte estímulo a la actividad productiva, haciendo que el crecimiento del PIB no petrolero fuese de 12,2%, y que el valor de las importaciones creciera en un 41%. Por otra parte, los abultados ingresos de petrodólares permitieron flexibilizar notablemente las aprobaciones y liquidaciones de divisas preferenciales por parte de Cadivi y del BCV, respectivamente, lo cual se reflejó en una moderación de la inflación, particularmente a nivel de mayorista, debido al abaratamiento de las compras foráneas, al poder ser éstas realizadas con dólares baratos debido a la sobrevaluación generada por el tipo de cambio oficial. Esto también contribuyó a estabilizar la tasa en el mercado paralelo, ya que muchas de las importaciones que antes tenían que hacerse con dólares libres, ahora se podían realizar con divisas preferenciales.

No obstante, dos importantes acontecimientos cambiaron el panorama cambiario en el tercer trimestre de 2005. El primero de ellos fue la modificación de la ley del Banco Central de Venezuela, en julio, obligando al instituto emisor a transferir US\$ 6.000 millones de sus reservas internacionales a un fondo manejado por el Poder Ejecutivo –Fondo de Desarrollo Nacional, Fonden– sin compensación alguna, estableciéndose que anualmente el BCV debería definir el monto “adecuado” de reservas internacionales, debiendo pasar al Fonden cualquier suma que excediera a aquel ni-

vel⁵². Adicionalmente, se establecía que a partir del año 2006 Pdvsa sólo vendería al BCV la cantidad de dólares requerida para obtener los bolívares que ésta necesitare para cancelar sus necesidades de pago en moneda local, tanto de carácter operativo como tributario. El otro acontecimiento fue la aprobación de la Ley Contra los Ilícitos Cambiarios, según la cual se establecían severas penas a quienes realizaran operaciones cambiarias que violenaran las normas del control cambiario existente, incluyendo penas de presidio de varios años y cuantiosas multas a quienes realizaran transferencias de divisas al exterior en cantidades superiores a las autorizadas⁵³. Un aspecto importante es que este nuevo instrumento legal siguió permitiendo la adquisición de divisas a través de operaciones con títulos valores, tales como la adquisición de bonos denominados en bolívares que se canjeaban por títulos en dólares para ser vendidos ulteriormente en mercados foráneos, o por la compra directa con moneda local de papeles denominados en dólares para su ulterior venta. De esta forma se preservó la legalidad del mercado libre o paralelo, popularizándose una nueva denominación para la cotización en dicho mercado –el tipo de cambio de permuta– por ser este el resultado del canje y ulterior venta de títulos denominados en moneda extranjera en los mercados foráneos.

Esos dos acontecimientos, combinados con un recorte transitorio en la provisión de divisas preferenciales, hicieron que en los meses de septiembre y octubre se notara un repunte de la tasa de cambio libre, para luego moderarse en los dos últimos meses del año debido a la venta de US\$ 3.000 millones de títulos de deuda de la República denominados en dólares, pero pagaderos en bolívares, cerrando en un nivel de Bs/\$ 2.700, prácticamente el mismo de comienzos de ese año.

El franco aumento de los precios petroleros durante todo el 2006 contribuyó a que durante los primeros seis meses de ese año el tipo de cambio libre mostrara un comportamiento muy estable, manteniéndose en torno a los Bs/\$ 2.600 a lo largo de todo el semestre. No fue ese el caso en los meses siguientes, ya que a partir de julio dicha tasa experimentó un sostenido aumento, cerrando el año en Bs/\$ 3.400. Varios factores explican ese comporta-

52 Entre el segundo semestre de 2005 y junio de 2008 el BCV ha transferido US\$ 18.583 millones de sus reservas internacionales al FONDEN: US\$ 6.000 millones en 2005, US\$ 4.275 millones en 2006, US\$ 6.770 en 2007 y US\$ 1.538 millones en el primer semestre de 2008.

53 La Ley Contra los Ilícitos Cambiarios fue publicada en *Gaceta Oficial* N° 341.492 el 14 de septiembre de 2005 y entró en vigencia 30 días más tarde de su publicación. Para un análisis detallado del contenido de esta ley ver: "Ley Contra los Ilícitos Cambiarios", en www.bpmaw.com/c_cbios2005.asp.

miento. El primero de ellos es el notable crecimiento de las importaciones, parte de las cuales había que hacerlas con dólares libres ya que no calificaban para recibir divisas preferenciales. El segundo fue el acentuado incremento de la oferta monetaria debido al mayor gasto público que redujo las tasas de interés, llevando a los agentes económicos arbitrar a favor del dólar, particularmente en un ambiente político incierto ante las proximidades de la elección presidencial de diciembre de ese año. También se produjo una desaceleración en la aprobación de divisas preferenciales en respuesta a unas críticas emitidas por el Presidente de la República por la laxitud que, a su juicio, se estaba produciendo en el manejo de los controles cambiarios, ya que la tendencia ascendente de las aprobaciones y liquidaciones de dólares preferenciales de los dos años previos se mantuvo a lo largo de todo el 2006.

Con el fin evitar un desquiciamiento del mercado paralelo, hacia fines de año se hizo la primera emisión de los llamados Bonos del Sur, compuestos por bonos argentinos denominados en dólares adquiridos por Venezuela, y títulos venezolanos denominados en bolívares que podían ser adquiridos en moneda nacional⁵⁴, y que buscaban satisfacer la creciente demanda insatisfecha de divisas en ese mercado. Sin embargo, el monto de divisas ofrecido en esta operación fue muy inferior a la demanda potencial, por lo que su impacto sobre el tipo de cambio paralelo, o de permuta, fue marginal.

A lo largo del 2007 se mantuvo inalterado el tipo de cambio oficial que privaba desde marzo de 2005, contribuyendo ello a elevar en forma sostenida la sobrevaluación del bolívar destinado a la compra de dólares preferenciales, y a agravar el problema de pérdida de competitividad del aparato productivo local, al que le resultaba cada vez más difícil competir con las masivas y crecientes importaciones que se hacían con dólares subsidiados.

El tipo de cambio paralelo, por su parte, experimentó en enero un repunte de importancia debido al incremento de la demanda de divisas causada por el deterioro de las expectativas y el clima de incertidumbre que generó la radicalización del discurso presidencial después del triunfo electoral de diciembre de 2006, cuando Chávez fue reelecto para un nuevo período presidencial. En efecto, después de anunciar que aquel resultado comicial era para él un claro mensaje de que la mayoría de los venezolanos deseaba la

⁵⁴ La primera emisión de los Bonos del Sur fue hecha en noviembre de 2006 por un monto de US\$ 1000 millones, de los cuales US\$ 500 millones estaban formados por bonos argentinos denominados en dólares (Boden12 por US\$ 300 millones y Boden 15 por US\$ 200 millones) y US\$ 500 millones por bonos venezolanos llamados Títulos de Interés y Capital Cubierto (TICCO42017) denominados en bolívares pero con protección de cambio tanto para los intereses como para el capital.

implantación de su modelo socialista en el país, anunció en los últimos días de diciembre de 2006 su decisión de no renovar la concesión de transmisión de RCTV, el principal canal de televisión local, y en los primeros días de enero de 2007 la estatización de la Compañía Anónima Teléfonos de Venezuela (Cantv), manejada por Verizon, su principal accionista, y de la Electricidad de Caracas, propiedad de la corporación norteamericana AES.

Con el fin de reducir la presión en el mercado paralelo, a fines de febrero de 2007 se anunció la segunda emisión de Bonos del Sur por un monto de US\$ 1.500 millones, resultando esta insuficiente para satisfacer la demanda creciente de divisas, por lo que tres semanas después, el 23 de marzo, se anunció una importante emisión de bonos de Pdvsa por US\$ 5.000 millones, que luego se amplió a US\$ 7.500 millones⁵⁵. El tipo de cambio implícito de esa operación fue muy inferior al tipo de cambio en el mercado paralelo, haciendo que la cotización libre se redujera substancialmente, pasando de Bs/\$ 4.400 a comienzos de marzo a Bs/\$ 3.525 a mediados de abril. Sin embargo, rápidamente esa cotización reinició su tendencia de franco ascenso hasta alcanzar un máximo histórico de Bs/\$ 6.800 a comienzos de noviembre, a pesar de algunos esfuerzos de las autoridades por alimentar el mercado con nuevas emisiones de bonos, y con la venta de notas estructuradas denominadas en dólares por parte de Fonden⁵⁶.

55 La oferta de Bonos del Sur II estaba formada por US\$ 750 millones de bonos argentinos Boden15 y por US\$ 750 millones de TICC032019. La oferta conjunta de bonos de Pdvsa estaba conformada por 3 tipos de bonos: Pdvsa 2017 (40% de la emisión), Pdvsa 2027 (40% de la emisión) y Pdvsa 2037 (20% de la emisión).

56 El 24 de septiembre de 2007 se anunció la emisión de Bonos del Sur III conformada por dos bonos: Boden15 (50%) y TICC2015 (50%). La emisión se amplió a US\$ 1.200 millones y el tipo de cambio implícito fue atractivo por ser mucho menor que el tipo de cambio paralelo del momento. Sin embargo, esa emisión tuvo poco impacto en el mercado libre pues el monto de la oferta fue muy limitado e inferior a la demanda existente.

Las notas estructuradas de Fonden, por su parte, eran instrumentos financieros basados en bonos denominados en dólares de varios países latinoamericanos que habían sido adquiridos por ese fondo, algunos de los cuales, particularmente los ecuatorianos, experimentaron una acentuada baja en los mercados internacionales. A los fines de evitar la materialización de una pérdida de importancia para el Fonden, se decidió vender parte de esas notas estructuradas en bolívares a razón de Bs 2.150 por dólar más una prima, generándose así una utilidad para ese ente. Ulteriormente, la institución adquiriente vendía las notas estructuradas a descuento en los mercados foráneos, obteniendo dólares a un tipo de cambio implícito bastante inferior al existente en el mercado paralelo, produciéndose así jugosas ganancias para los adquirientes de dichas notas. Esto, obviamente, despertó la suspicacia de mucho que se preguntaban cómo habían sido repartidos esos abultados beneficios.

Esa dislocación del mercado paralelo se debió a múltiples factores, entre los que se pueden mencionar:

- la muy alta y creciente liquidez creada por el desbocado gasto público
- la escasez de instrumentos financieros hacia donde se pudiera canalizar la liquidez
- tasas de interés muy bajas y poco atractivas
- la exclusión de múltiples importaciones consideradas no necesarias de las listas de Cadivi, que ahora tenían que hacerse a tasa libre
- el deterioro de las expectativas y la creciente incertidumbre ante la propuesta de reforma constitucional, que buscaba como objetivo central la reelección indefinida del Presidente de la República y el establecimiento de un sistema socialista en el país
- los nuevos anuncios de redoblamiento de los controles cambiarios, exigiendo a los importadores nuevos requisitos difíciles de cumplir
- los retardos cada vez mayores en la aprobación y liquidación de divisas preferenciales.

A pesar de las múltiples advertencias que se le hicieron a las autoridades acerca de las consecuencias tan negativas que un profundo divorcio entre las tasas oficial y libre podían causar, la reacción oficial fue descalificar la relevancia del mercado paralelo, aduciendo que el mismo era marginal y sin ninguna importancia, por lo que no debía ponerse atención a su evolución, ya que la misma era producto exclusivo de la especulación. Se llegó al absurdo de modificar la Ley Contra los Ilícitos Cambiarios endureciendo las penalizaciones a quienes violaran las normativas del control cambiario, al punto de prohibir el suministro de información sobre las cotizaciones de divisas diferentes al valor oficial, so pena de multa de 1000 unidades tributarias, duplicándose la sanción en caso de reincidencia⁵⁷.

Al igual que en los controles de cambio previos, las consecuencias del divorcio entre las dos tasas de cambio no se hicieron esperar. La demanda de divisas preferenciales creció desproporcionadamente, acudiéndose a prácticas de todo tipo, legales o no, para su obtención, tales como el pago de primas sobre el tipo de cambio oficial a través de gestores o intermediarios, la sobrefacturación de importaciones y la estructuración de sofisticadas operaciones de compraventa de títulos. Esto afectó sobremanera la operatividad

⁵⁷ Como elemento de comparación, mil unidades tributarias equivalen a más de 57 salarios mínimos mensuales. Para un análisis pormenorizado sobre las implicaciones de la reforma a la Ley Contra los Ilícitos Cambiarios de 2007, ver: "Reforma Parcial de la Ley Contra los Ilícitos Cambiarios" en www.bpmaw.com/rpley_lcambios.asp

del control de cambios, al punto de que múltiples importadores se quejaban de retrasos de varios meses en la obtención de las aprobaciones o liquidaciones de divisas preferenciales, a pesar de que los montos aprobados y liquidados por CADIVI y el BCV experimentaban sostenidos e intensos aumentos, como puede ser observado en el cuadro 4.

El rechazo de la propuesta de reforma constitucional expresada en el referendo del 2 de diciembre de 2007 mejoró las expectativas y redujo la incertidumbre de los meses precedentes, contribuyendo esto a reducir la tasa de cambio libre durante las últimas semanas de ese año, cerrando ésta en Bs/\$ 5.700.

Durante el último trimestre de 2007 se produjo una notable aceleración inflacionaria, no sólo como producto del alto crecimiento del consumo estimulado por la expansión monetaria causada principalmente por el desbocado gasto público, sino también por los graves problemas de escasez de productos, principalmente de alimentos. Esto último fue causa de los controles de precios extremos que se habían implantado durante los últimos años, que en algunos casos condenaban a los productores y distribuidores a trabajar a pérdida. Ante esta situación el gobierno se vio obligado a revisar los precios controlados de varios productos a partir del mes de noviembre a los fines de estimular su producción, contribuyendo a que la inflación puntual de ese año se ubicara en un 22,4% a nivel de consumidor, superando con creces la del 2006 (17%).

A comienzos de 2008, se notaron ajustes de importancia en algunos aspectos de la política económica. El primero de ellos fue la reconversión monetaria implantada a partir del 1 de enero, la cual se venía estructurando desde hacía algunos meses, y que consistía en la sustitución de los bolívares tradicionales por el llamado bolívar fuerte (Bs.F.), a razón de mil por uno. Sin embargo, dado que el control de la inflación pasó a ser una de las principales prioridades del tren gubernamental, los nuevos ministros del área económica implantaron una serie de medidas de política monetaria de carácter restrictivo, tales como:

- aumentos de las tasas de interés pasivas con el fin de estimular el ahorro
- aumento de las tasas de interés para las operaciones de absorción monetaria del BCV
- aumento de la tasa máxima anual de financiamiento a través de tarjetas de crédito
- encarecimiento de las operaciones de asistencia financiera del BCV a la banca.

Adicionalmente, se mantuvo en un 30% la tasa de encaje requerido sobre los nuevos depósitos, y en un 28% la tasa activa máxima que podían cobrar los bancos por sus préstamos. También se anunció el establecimiento de una nueva obligación a la banca de destinar el 10% de su cartera de crédito al financiamiento de la industria manufacturera a una tasa máxima de 19%. Con esta última decisión se obligaba a estas instituciones financieras a otorgar el 47% de sus préstamos a tasas de interés subsidiadas y negativas en términos reales. En otras palabras, no sólo se buscaba la implementación de una política monetaria restrictiva antiinflacionaria de corte ortodoxo, sino también limitar las ganancias bancarias a través de la reducción del margen de intermediación financiera, lo cual podría poner en situación comprometida a varios bancos pequeños y medianos.

Otra de las acciones tendientes a reducir las presiones inflacionarias consistió en la reducción de la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo, pues se estaba consciente de que el divorcio entre esas dos tasas estaba generando presiones inflacionarias crecientes, ya que los precios se establecían cada vez más en base a los costos esperados de reposición que, a su vez, dependían en gran medida de la tasa cambiaria libre. Sin embargo, en vez de lograr ese acercamiento a través de la acción combinada de una moderación de la cotización en el mercado paralelo para ubicarla en niveles más racionales, con una corrección del tipo de cambio preferencial que buscara corregir la desproporcionada sobrevaluación del bolívar destinado a la compra de divisas oficiales –la cual se ubicaba a comienzos de 2008 en un 78%–, lo que se hizo fue mantener inalterada la tasa preferencial, que había sido fijada en marzo de 2005, y reducir intensamente la paralela⁵⁸.

Esto último se logró a través de la restricción de la liquidez y de un incremento notorio de la oferta de divisas en el mercado libre, que se produjo por la sostenida y elevada venta de notas estructuradas denominadas en dólares por parte de Fonden, así como por la colocación de importantes volúmenes de bonos argentinos adquiridos previamente por el gobierno venezolano, y bonos emitidos por la República o por empresas del Estado. Esta venta de títulos contribuyó a restringir aún más la liquidez, ya que esos valores se adquirirían en bolívares. De hecho, en abril se hizo una colocación de US\$ 4.000 millones de bonos soberanos que generó un tipo de cambio implícito que osciló entre Bs.F./\$ 2,80 y 3,10. La mitad de esa colocación fue

⁵⁸ A partir del 1 de enero de 2008 los tipos de cambio oficiales pasaron a ser Bs.F./\$ 2,1446 para la compra y Bs.F./\$ 2,15 para la venta. La tasa de cambio libre, por su parte, que se ubicaba a comienzos de año en Bs.F./\$ 5,70 bajó a Bs.F./\$ 3,35 a fines de abril, implicando esto un abaratamiento de la divisa norteamericana superior al 40% en tan sólo cuatro meses. En mayo y junio esa tasa se estabilizó, oscilando entre Bs.F./\$ 3,35 y 3,50.

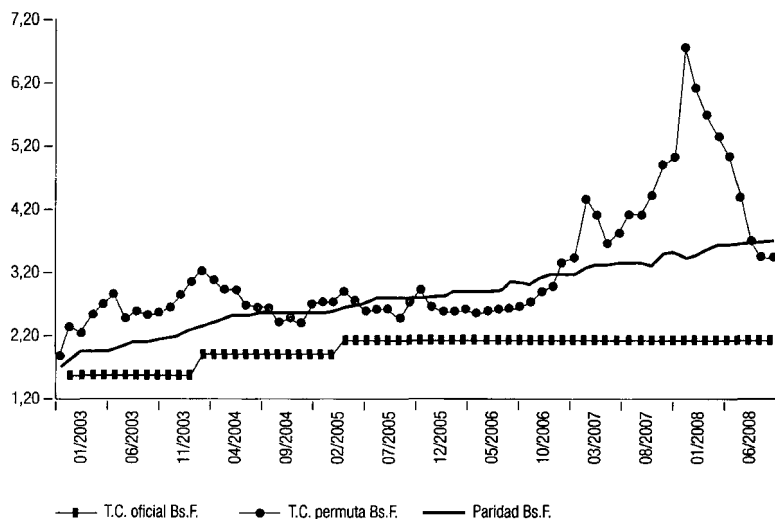
adquirida por empresas importadoras de los segmentos alimentos, salud y bienes de capital, que no habían podido obtener divisas al tipo de cambio oficial por los severos retrasos que se habían producido en las aprobaciones y liquidaciones por parte de Cadivi y del BCV. Esta devaluación de facto implicó el encarecimiento de las compras externas realizadas por esos importadores, contribuyendo a agudizar el severo problema inflacionario existente. Por su parte, la Electricidad de Caracas, ahora empresa pública, hizo una emisión de US\$ 650 millones en abril de 2008⁵⁹.

Adicionalmente, el 19 de mayo se anunció la decisión gubernamental de obligar a las instituciones financieras locales a vender las notas estructuradas denominadas en bolívares que ellas poseyeran, notas que habían sido emitidas por bancos extranjeros, ya que existía el convencimiento de que la obtención de esos papeles había sido hecha con el fin de violar la norma según la cual la tenencia de activos en moneda extranjera de los entes financieros venezolanos no podía exceder el 30% de su patrimonio. Si bien al momento de escribir este epílogo no se había ejecutado el mandato de venta, para lo cual se había dado un período de 90 días, y los tenedores de estos instrumentos aún estaban en una fase de definición de los detalles de la operación con las autoridades, existía el convencimiento de que su venta compulsiva podría, por una parte, reducir aún más el tipo de cambio libre debido al importante aumento de la oferta de divisas que ello implicaría, pero, por la otra, poner en situación muy difícil a varias instituciones financieras debido a las cuantiosas pérdidas que la venta de esos títulos les podría generar⁶⁰.

⁵⁹ Si bien las cuantiosas ganancias generadas en las operaciones con las notas estructuradas denominadas en dólares levantaron severas críticas, la colocación de los bonos de la Electricidad de Caracas produjo reacciones muy adversas. Estos bonos fueron adquiridos en bolívares por un grupo de bancos preseleccionados a razón de Bs.F./\$ 2,15 más una prima de 5%, pero con la condición obligante de venta de los mismos a un único comprador, quien los adquiriría en dólares al 62,5% de su valor nominal. Acto seguido, esos títulos eran vendidos en el exterior, donde se cotizaban a unos niveles cercanos al 80% de su valor nominal, obteniéndose una ganancia superior a los US\$ 100 millones. Tan desproporcionados beneficios generaron denuncias públicas que ni siquiera fueron acalladas por las declaraciones de un alto funcionario de la Electricidad de Caracas, quien informó que el 80% de esas ganancias irían a esa compañía.

⁶⁰ Las notas estructuradas emitidas por bancos del exterior eran unos instrumentos financieros denominados en bolívares que tenían como respaldo, o activos subyacentes, dólares o títulos denominados en moneda extranjera que habían sido depositados en esas organizaciones por instituciones financieras venezolanas. A fin de evitar que esos activos mantenidos en el exterior tuvieran que ser registrados contablemente en moneda extranjera, excediendo los límites permitidos, los entes foráneos emitieron las notas estructuradas en bolívares para ser entregadas a sus clientes venezolanos, pudiendo

Gráfico 11
Tipos de cambio en el control cambiario de Cadivi
(Bs.F./\$)



Fuente: BCV, Venezuela FX, MetroEconómica.

El crecimiento desbocado de la demanda de dólares preferenciales llevó a las autoridades a restringir el acceso a éstas a través de una serie de medidas que se tomaron particularmente desde comienzos de 2008. La primera de ellas fue la reducción del cupo anual de consumo en internet con el uso de tarjetas de crédito, reduciéndose de US\$ 3.000 por persona a US\$ 400. También se anunció la restricción en la asignación de divisas para cierto tipo de importaciones consideradas como no prioritarias, particularmente las de automóviles. Adicionalmente, se hizo cada vez más difícil y dilatada la obtención de ciertos documentos oficiales exigidos por Cadivi para poder optar a la obtención de divisas preferenciales, destacando entre éstos la solvencia laboral y el certificado de no producción nacional, cuya expedición implicaba la realización de engorrosos trámites, y dependía de la voluntad de algunos funcionarios, creándose el terreno fértil para la proliferación de la corrupción.

éstos registrar ese activo en moneda local y no en dólares. De ser obligados los bancos a vender esos títulos en momentos en los que el tipo de cambio de mercado sea inferior a la tasa que se utilizó para valorar en bolívares los activos subyacentes en los que se basan las notas estructuradas, estas instituciones incurrirían en pérdidas, que en algunos casos podían ser desproporcionadamente altas.

Todo lo anterior, sumado a las dilaciones cada vez mayores en los procesos de aprobación y asignación de divisas por parte de Cadivi, se tradujo en graves problemas de carestía de materias primas e insumos de origen externo, que llegaron a desacelerar, o incluso a paralizar, las actividades de múltiples empresas, agravando los ya serios problemas de desabastecimiento. Con el fin de evitar situaciones de escasez crítica de productos básicos, como alimentos, en enero de 2008 se simplificaron temporalmente los requisitos exigidos a los importadores de esos bienes, y en junio se anunció una flexibilización de los controles cambiarios, a través de la simplificación en lo que restaba de año de los trámites requeridos para obtener las aprobaciones de divisas preferenciales a las solicitudes para importación de bienes de capital e insumos que no excedieran de US\$ 50.000.

Cuadro 4

Control de cambios: autorizaciones y liquidaciones de divisas oficiales (Millones de US\$ diarios)

	Autorizaciones de Cadivi		Liquidaciones del BCV	
	Monto	Var. %	Monto	Var. %
2003	20		18	
2004	70	250%	58	222%
2005	83	19%	79	36%
2006	110	33%	105	33%
2007	173	57%	169	61%
2008 (*)	190	20%	177	11%

(*) Ser refiere al primer semestre del año y comparación con igual período de 2007.

Fuente: Cadivi.

Sin embargo, estas medidas transitorias, aisladas e intrascendentes, lejos de ser interpretadas como un avance hacia la simplificación de los controles cambiarios y a su eventual eliminación, fueron percibidas como indicadores de que la voluntad gubernamental era preservarlos, e incluso profundizarlos. De hecho, a mediados de año se ratificó una vez más que el control de cambios continuaría por tiempo indefinido, y que a partir de comienzos de 2009 se establecerían limitaciones cambiarias adicionales, tales como el establecimiento de cupos de importaciones con dólares preferenciales.

A modo de conclusión de este epílogo, puede decirse que el control de cambios establecido en febrero de 2003 es muy similar a los que le precedieron, notándose un proceso de franco deterioro y de ineficacia creciente que no llevará a otro desenlace que a una crisis económica de gran envergadura. No obstante, los elevados y crecientes precios petroleros internacionales que se materializaron desde el año 2004, y que se intensificaron desde comienzos

de 2007, han generado ingentes ingresos de moneda extranjera que han permitido postergar el estallido de la crisis, y han posibilitado cerrar la brecha entre el tipo de cambio oficial y libre, por lo menos de forma temporal.

No obstante, los profundos desequilibrios y distorsiones que se crearon a través de su prolongada implementación, combinados con las erradas políticas implantadas, que llevaron a la economía a depender más que nunca de la volátil renta petrolera, y a múltiples inversionistas a seguir una actitud de cautela ante los reiterados ataques y amenazas de que es objeto la actividad empresarial privada, llevan a presagiar que, al igual que en el pasado, los controles existentes desembocarán en una crisis. Sin embargo, ésta podría ser aún más dolorosa que las precedentes, entre otras razones, por la animadversión manifiesta del gobierno a la gestión económica privada, lo que puede llevar al señalamiento de las empresas y de los inversionistas como los culpables de crisis.

A los analistas ajenos a la realidad política que se vive en Venezuela les cuesta entender las razones que pueden justificar el mantenimiento de un control de cambios en medio de una coyuntura de bonanza petrolera, que le ha generado al país sus mayores ingresos históricos de moneda extranjera. La respuesta a esa interrogante hay que buscarla en el clima de incertidumbre y alto riesgo que prevalece, producto de las políticas públicas implantadas por el régimen populista, militarista y autoritario de turno, que pretende implantar un sistema socialista y de confrontación de clases, y para el cual gobernar equivale a controlar, imponer y ordenar. De allí que sea lógico prever la continuidad, e incluso la profundización, de los controles en el futuro previsible, con sus consecuentes distorsiones y degeneraciones, que tarde o temprano se pagarán, una vez que los mismos se hagan insostenibles y tengan que afrontarse las consecuencias de violar leyes económicas básicas por tan largo tiempo.

Caracas, junio de 2008.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO CENTRAL DE VENEZUELA (Varios años), *Informe económico*, Caracas.
- _____ (Varios años), *Informe mensual*, Caracas.
- _____, *Mensaje de fin de año del Presidente del Banco Central de Venezuela*, Caracas.
- BAPTISTA, Asdrúbal (1989), "Tiempo de mengua: los años finales de una estructura económica" en Cunill Grau et al., *Venezuela Contemporánea 1974-1989*, pp. 105-156, Caracas.
- BARCIA, José (1999), "Una aproximación al tipo de cambio real de equilibrio en Venezuela y sus determinantes fundamentales" en *MetroEconómica*, pp. III-1 a III-22.
- BREWER CARIAS, Allan R. (1994), *Régimen cambiario*, Caracas.
- CALVO, Guillermo et al. (1995), "Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience" in Edwards, S. (Edt.) *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, pp. 339-382, Cambridge.
- COOPER, Richard N. (1971), "Currency Devaluation in Developing Countries" in *Essays in International Finance*, n° 86, pp. 3-31.
- CORDEN, W. Max (2000), "Exchange Rate Regimes and Policies: An Overview" in Wise, C. y R. Roett (Eds.) *Exchange Rate Politics in Latin America*, pp. 23-42, Washington D.C.
- CORRALES, Javier (2000), "Reform-Lagging States and the Question of Devaluation: Venezuela's Response to the Exogenous Shocks of 1997-98" en Wise, C. and R. Roett (Edts.) *Exchange Rate Politics in Latin America*, pp. 123-158, Washington D.C.
- CRAZUL, Rafael José (1990), *El Banco Central de Venezuela: notas sobre su historia y evolución 1940-1990*, Caracas.
- DORNBUSCH, Rudiger (1976), "Expectations and Exchange Rate Dynamics" in *Journal of Political Economy*, no. 6 (84), pp. 1161-1176.
- EDWARDS, Sebastián (1989), *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment*, Cambridge.
- _____ (1995), "Exchange Rates, Inflation, and Disinflation: Latin American Experiences" in Edwards, S. (Edt.) *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, pp. 301-338, Cambridge.
- GARCÍA, Gustavo et al. (1998), *Lecciones de la crisis bancaria de Venezuela*, Caracas.
- HAUSMANN, Ricardo (1990), *Shocks externos y ajuste macroeconómico*, Caracas.
- HERNÁNDEZ DELFINO, C. (2006), *Los controles de cambio en Venezuela*, Caracas. [Mimeografía]
- HINKLE, Lawrence E. and Peter J. MONTIEL (1999), *Exchange Rate Misalignment, Concepts and Measurement for Developing Countries*, Washington D.C.
- ISARD, Meter (1995), *Exchange Rate Economics*, Cambridge.

- KRUGMAN, Paul R. and Maurice Obstfeld (2000), *International Economics, Theory and Policy*, New York.
- KRUGMAN, Paul R. and Lance TAYLOR (1978), "Contractionary Effects of Devaluation" in *Journal of International Economics*, no. 8, pp. 445-456.
- MALAVÉ MATA, Héctor (1996), *Las contingencias del Bolívar: el discurso de la política de ajuste en Venezuela*, Caracas.
- MAYOBRE, José Antonio (1982), "La situación económica actual de Venezuela" en *Obras escogidas*, Caracas.
- _____ (1982), "La paridad del Bolívar" en *Obras escogidas*, Caracas.
- MAZA ZAVALA, D. F. (1967), *La internacionalización del Bolívar y la liquidez internacional*, Caracas.
- METROECONÓMICA (Varios años), *Informe mensual*, Caracas.
- _____ (Varios años), *Reporte económico*, Caracas.
- NAÍM, Moisés (1993), *Paper Tigers and Minotaurs: the Politics of Venezuela's Economic Reforms*, Washington D.C.
- _____ y Ramón Piñango, Editores (1985), *El caso Venezuela: una ilusión de armonía*, Caracas.
- PALMA, Pedro A. (1985), *1974-1983: una década de contrastes en la economía venezolana*, Caracas.
- _____ (1987), "El manejo de la deuda pública de Venezuela: necesidad de urgentes cambios" en COPRE, *El rol del Estado venezolano en una nueva estrategia económica*, vol. 7, pp. 199-215, Caracas.
- _____ (1989), "La economía venezolana en el período 1974-1988: ¿Últimos años de una economía rentista?" en Cunill Grau, P. et al., *Venezuela Contemporánea 1974-1989*, pp. 157-248, Caracas.
- _____ (1999), "La economía venezolana en el quinquenio 1994-1998: de una crisis a otra" en *Nueva Economía*, n° 12, pp. 97-158.
- _____ (2003), "El control cambiario venezolano de 2003" en *Nueva Economía*, no. 20, pp. 139-179.
- _____ and Luisa Cristina RODRÍGUEZ (1997), *Sustainability of Adjustments Plans and Economic Reforms: the Venezuelan Case*, New York. [Mimeografía].
- PAZOS, Felipe (1955), *Medidas para atenuar la inflación crónica en América Latina*, México.
- _____ (1985), *Política de desarrollo económico*, Caracas.
- _____ (1991), *Medio siglo de política económica latinoamericana*, Caracas.
- PELTZER, Ernesto (1965), *Ensayos sobre economía*, Caracas.
- PURROY, Miguel Ignacio (1998), *Inflación y régimen cambiario, un enfoque de economía política*, Caracas.

RODRÍGUEZ, Miguel (1987), "Consequences of Capital Flight for Latin American Debtor Countries" in Lessard, D.R. and Williamson, J. (Eds.), *Capital Flight and Third World Debt*, pp. 129-144, Washington.

_____ (2002), *El Impacto de la política económica en el proceso de desarrollo venezolano*, Caracas. [Mimeografía]

SILVA, Carlos Rafael (1955), "La incidencia del régimen venezolano de cambios diferenciales" en *El Trimestre Económico*, no. 2. México, D.F.

_____ (1990), *Medio siglo del Banco Central de Venezuela*, Caracas.

TORO HARDI, José (1992), *Venezuela, 55 años de política económica 1936-1991: una utopía keynesiana*, Caracas.

_____ (1994), *Oil, Venezuela and the Persian Gulf*, Caracas.

ZAMBRANO S., Luis (1991), "Determinantes del tipo de cambio real en Venezuela" en *Temas de Coyuntura*, no. 25, Caracas.