

1992 – 2022: Treinta años de experimentación cambiaria¹

Pedro A. Palma

Durante el período comprendido entre 1992 y 2022 se implementaron en Venezuela una diversidad de políticas cambiarias, pudiendo mencionarse períodos de libre convertibilidad con ajustes periódicos programados del tipo de cambio o con flotación del tipo de cambio, un sistema de bandas cambiarias, dos controles cambiarios, uno de ellos muy prolongado con múltiples ajustes y regulaciones, y un período reciente de relativa libertad cambiaria pero con un anclaje del tipo de cambio, que forma parte de una estrategia antiinflacionaria con severas restricciones financieras, monetarias y fiscales.

1. La segunda administración del presidente Pérez: Sinceración económica y turbulencia

Al inicio de la segunda administración de Carlos Andrés Pérez se dismanteló el prolongado control de cambios de Recadi (febrero de 1983 a marzo de 1989), se unificó el tipo de cambio a nivel de la tasa libre y se estableció un sistema de libre convertibilidad con tipo de cambio fluctuante. Eso implicó la corrección de la sobrevaluación cambiaria existente, pero también una severa devaluación del bolívar que generó un violento ajuste de los precios, que llegó en marzo de 1989 a superar el 21% con respecto al mes precedente, produciéndose un fenómeno que hemos dado por llamar «tsunami cambiario».² Se desconoció parcialmente la garantía cambiaria a las importaciones financiadas a través de cartas de crédito, y se eliminó la política de congelación de las tasas de interés, la cual fue sustituida por otra de ajustes de dichas tasas, buscando niveles positivos en términos reales.

Se llegó a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y comenzó a implementarse un plan de ajuste, que buscaba afrontar y corregir los profundos desequilibrios existentes en las áreas fiscal, monetaria, financiera, externa y real. Ello implicó el inicio de una política económica

¹ Buena parte de este trabajo fue extraído del libro del autor «Política cambiaria en Venezuela. Más de cien años de historia», donde se puede obtener información más detallada y ampliada de lo aquí expresado. Palma (2020).

² Ver Palma (2013)

de apertura y desregulación,³ que se caracterizó por la eliminación de los controles de precios y la sinceración de las tarifas de los servicios públicos y de los precios de bienes producidos por el Estado, como la gasolina. De hecho, el primer ajuste al precio de los combustibles contribuyó al desencadenamiento de un estallido social a fines de febrero de 1989, conocido como «el caracazo».

En materia cambiaria, y como parte del sistema de libre convertibilidad con tipos de cambio fluctuantes, el BCV implementó una política de ajustes periódicos del tipo de cambio, en línea con el diferencial de inflación interna y externa con el fin de evitar la sobrevaluación cambiaria. Al comienzo, esos ajustes eran escalonados, manteniéndose inalterada la tasa cambiaria por un tiempo, para luego ser ajustada en una magnitud de alguna consideración. Este esquema inicial fue seguido por otro de minidevaluaciones periódicas o *crawling peg*, en algunos casos interdiarias, que generó una mayor predictibilidad al comportamiento de la tasa cambiaria y redujo las salidas de capital.

El éxito de esa política se debió a que, por un lado, el BCV implementó una política monetaria de corte restrictivo que elevó notablemente las tasas de interés y limitó la cantidad de moneda local que se podía canalizar hacia el mercado cambiario, a pesar de la política fiscal expansiva de esos años, y por el otro, se contaba con reservas internacionales suficientes como para intervenir activamente en el mercado cambiario, contribuyendo para ello el repunte de los precios petroleros de 1990 debido al conflicto Iraq-Kuwait y la ulterior «Guerra del Desierto». Superada la crisis del Medio Oriente, durante 1991 los precios petroleros se redujeron a niveles equivalentes a los existentes antes del conflicto. No obstante, las reservas internacionales se mantuvieron en niveles elevados, no solo durante ese año, sino también en los dos siguientes.

Sin embargo, a partir de 1992 el clima político se deterioró grandemente debido, en primer término, a las dos intentonas de golpe de Estado de febrero y noviembre de ese año, en segundo término, por la destitución del presidente Pérez en mayo de 1993 y el ulterior nombramiento de Ramón J. Velásquez como presidente interino para terminar el período constitucional y, finalmente, por la incertidumbre creciente durante la campaña electoral para la elección del presidente de la República en diciembre de 1993 y la consolidación de la candidatura de Rafael Caldera.

³ Para una explicación más exhaustiva de estas políticas, ver M. Rodríguez (2002) y Palma (1989)

A pesar de ese enrarecido clima político, la política cambiaria implementada continuó y fue exitosa, evitándose la sobrevaluación cambiaria, tarea compleja de lograr debido a la alta inflación que existía en esos años. En efecto, la sinceración de las tarifas de los servicios públicos, la eliminación de los subsidios, los aumentos compulsivos de salarios y los elevados costos de financiamiento debido a las altas tasas de interés, fueron factores que contribuyeron a mantener la inflación en altos niveles, obligando a hacer ajustes de importancia en el tipo de cambio nominal, para así lograr una relativa estabilidad del tipo de cambio real. Si bien se logró el objetivo de evitar que durante esos años se sobrevaluara la moneda, sí se materializó un proceso de apreciación cambiaria, que redujo paulatinamente la alta subvaluación creada por la maxidevaluación de marzo de 1989.

2. La crisis financiera de 1994 y un nuevo control cambiario

El estallido de la crisis financiera en enero de 1994 con la intervención del Banco Latino marcó el inicio de una nueva etapa económica.⁴ Los auxilios financieros a la banca que siguieron al estallido de la crisis generaron una inyección masiva de dinero, buena parte de la cual se canalizó a la compra de dólares como un mecanismo de cobertura ante la desconfianza creciente del público acerca de la solidez de buena parte del sistema bancario. Los retiros masivos de depósitos de los bancos también contribuyeron a incrementar notablemente la demanda de divisas. Sin embargo, el BCV continuó por varios meses su política de minidevaluaciones periódicas, hasta que a comienzos de mayo de inició un nuevo esquema de venta de dólares a través de subastas, estableciendo los montos ofrecidos en línea con las disponibilidades de moneda extranjera. El tipo de cambio, que ahora se establecía por el promedio de las cotizaciones ofrecidas por los bancos, comenzó a subir con fuerza, apareciendo un mercado paralelo adonde acudían los demandantes que no lograban satisfacer su demanda de divisas con los dólares ofrecidos por el BCV a través de las subastas. El tipo de cambio en ese mercado superaba al de las subastas.

La caída de las reservas internacionales y la frenética demanda de divisas llevó a que el 27 de junio se interrumpieran las operaciones cambiarias, y que a partir de los primeros días de julio se impusiera un severo control cambiario, poniendo así fin al período de libre convertibilidad. Se fijó un tipo de cambio oficial o controlado a 170 bolívares por dólar, y se restringió severamente la asignación de divisas preferenciales al tipo de cambio oficial. Eso hizo que, obviamente, floreciera

⁴ Para un análisis de la crisis financiera que estalló en enero de 1994, ver García *et al.* (1998), Hernández Delfino (1996), Krivoy (2002), C. Rodríguez (2002) y Palma (1999).

la actividad en el mercado libre, a pesar de que ahora este era ilegal, estableciéndose un tipo de cambio paralelo, o negro, muy superior al oficial.

Al igual que en la mayoría de los casos, la imposición de ese control cambiario en los meses iniciales frenó y revirtió la caída de las reservas internacionales, haciendo que en el segundo semestre de 1994 estas experimentaran una recuperación de cierta importancia. Sin embargo, no tardaron en materializarse una serie de acciones tendentes a burlar los controles, tales como la sobrefacturación de importaciones y la subfacturación de exportaciones, esto último con el fin de evadir la obligación de vender al BCV la totalidad de las divisas generadas por esas operaciones comerciales al tipo de cambio oficial. Estas acciones contribuyeron a que en 1995 las reservas internacionales se redujeran de forma sostenida.

La severa restricción en el acceso a las divisas preferenciales y la ilegalidad de las operaciones en el mercado paralelo generaron graves problemas de desabastecimiento, pues muchas empresas estaban imposibilitadas o muy limitadas de disponer de las divisas necesarias para realizar sus importaciones. Todo ello contribuyó a crear mecanismos alternativos para la obtención de dólares. En abril de 1995 se permitió la colocación de bonos Brady a través de la Bolsa de Valores de Caracas, títulos denominados en dólares, pero que podían ser adquiridos en bolívares, para luego ser vendidos a descuento en los mercados de valores foráneos. De esta forma, surgió un tipo de cambio paralelo, que se establecía por la relación entre los bolívares que se desembolsaban para adquirir los bonos, y los dólares que se obtenían al vender estos a descuento en el exterior.

La caída de las reservas internacionales y la avidez cada vez mayor por obtener divisas a través de la compra y venta de bonos Brady, hizo que esa cotización paralela aumentara vigorosamente durante el segundo semestre de 1995, divergiendo con creciente intensidad de la tasa oficial de 170 bolívares por dólar, que mantuvo fija durante la mayor parte de ese año. La inflación, por su parte, experimentó un repunte de importancia en 1994 y 1995. Esto se debió a una gestión fiscal deficitaria, a un elevado nivel de liquidez debido a los auxilios financieros a la banca, a los problemas de desabastecimiento existentes, y a la sostenida e intensa depreciación del bolívar en el mercado paralelo.

La fijación de la tasa de cambio oficial por 17 meses, combinada con la elevada inflación generó una situación de alta apreciación cambiaria, lo que llevó a que en diciembre de 1995 la tasa oficial se aumentara a 290 bolívares por dólar, ubicándose esta en niveles similares a la tasa de paridad de importaciones de ese momento. Ello contribuyó a que en los últimos meses de 1995 y

comienzos de 1996 la inflación se disparara, llegando en enero de este último año a un nivel anualizado de 150%. Esa alta inflación en una economía en la que no existía la indexación de los salarios creaba una situación insostenible, contribuyendo a que en abril se diera un giro de 180 grados a la política económica, dando origen a una reforma estructural conocida como la Agenda Venezuela, que implicaba la implementación de un esquema de economía de mercado y la erradicación de los controles existentes, el cambiario entre ellos.⁵

3. Libre convertibilidad y bandas cambiarias

Al eliminarse el control de cambios a partir del 22 de abril de 1996 se restableció la libre convertibilidad y se estableció una tasa única de cambio fluctuante, equivalente a la que existía en ese momento en el mercado paralelo. Inicialmente, esta se ubicó en 500 bolívares por dólar, para luego estabilizarse en torno a los 470 bolívares, nivel en el que se mantuvo hasta comienzos de julio de ese año, cuando se implantó un sistema de bandas cambiarias. Esa estabilidad se debió a la conjunción de varios factores, tales como: la implementación de una política monetaria restrictiva que elevó sustancialmente las tasas de interés, la moderación de la demanda de divisas después del sustancial ajuste del tipo de cambio oficial y, finalmente, la elevada oferta de dólares generada por el ingreso de capitales.

El 1 de julio de 1996 se puso en marcha el nuevo sistema de bandas cambiarias, estableciéndose una tasa de cambio central de 470 bolívares por dólar, la cual se ajustaría a razón de 1,3% por mes, porcentaje que equivalía a la inflación intermensual esperada del último trimestre del año. Adicionalmente, se fijaron unos límites de 7,5% por arriba y por debajo de la tasa central, dentro de la cual fluctuaría el tipo de cambio nominal.

Lo que se produjo en los meses que siguieron fue un cuasi anclaje del precio del dólar, de tal forma que en diciembre de ese año la tasa de cambio estaba en niveles muy similares al tipo de cambio central inicial de la banda, por lo que se decidió ajustar la paridad central con el tipo de cambio del 31 de diciembre de 1996. Algo similar ocurrió a lo largo de todo 1997, por lo que hubo que «quebrar» la banda en dos oportunidades adicionales —a mediados y a fines de ese año—, evitando así que el tipo de cambio se saliera de su límite inferior.⁶ Simultáneo a ese anclaje

⁵ Para un análisis de la Agenda Venezuela, ver Palma – Rodríguez (1997), Corrales (2000) y Palma (1999)

⁶ Ver Guerra – Pineda (2000: pp. 25-28) y Campos *et al.* (2006: pp.113-115)

cambiario se estaba materializando una elevada inflación, muy superior a la de nuestros principales socios comerciales, por lo que se produjo una sostenida apreciación real cambiaria.

En los primeros meses de 1998 el tipo de cambio evolucionó muy en línea con la tasa central de la banda, a pesar de que los precios petroleros estaban experimentando una severa y sostenida reducción debido a la crisis asiática de 1997 y a los altos inventarios de crudo de los países consumidores. Estos hechos, combinados con unos altos compromisos de pago por concepto de servicio de la deuda externa pública, y con el estallido de la crisis rusa a mediados de agosto de 1998, llevaron al convencimiento de los agentes económicos, tanto dentro como fuera de Venezuela, de que el bolívar sufriría una fuerte devaluación.

Esa expectativa generó una venta masiva de valores venezolanos, la caída de la Bolsa de Valores de Caracas y la reducción abrupta del precio de los títulos venezolanos en el exterior. Se produjo un repunte considerable de la compra de divisas con los recursos generados por la venta de títulos y por un abundante financiamiento bancario. No obstante, el BCV, que disponía de unas elevadas reservas internacionales, decidió afrontar las acciones especulativas contra el bolívar. Para ello, vendió ingentes cantidades de divisas e implementó una severa restricción monetaria que elevó intensamente las tasas de interés. Eso permitió que el tipo de cambio solo se elevara de forma marginal y sin salirse de la banda, y que los especuladores se convencieran de que el BCV no devaluaría el bolívar pues disponía de recursos para evitarlo. Adicionalmente, los agentes que se habían endeudado en bolívares para comprar dólares comenzaron a liquidar sus posiciones en divisas y a cancelar sus obligaciones en bolívares, dado el alto costo financiero que se produjo por la elevación de las tasas de interés locales.

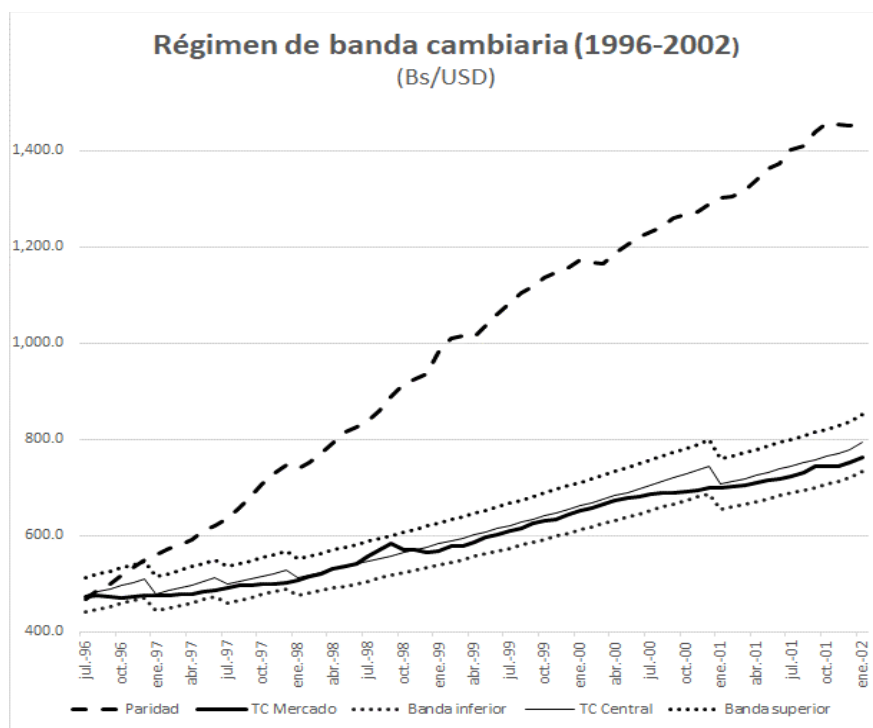
En los meses que siguieron el tipo de cambio siguió evolucionando sin mayores alteraciones, a pesar de la inminencia del triunfo de Chávez en las elecciones de diciembre de ese año. De hecho, su discurso moderado después de ganar la elección contribuyó a generar un clima de confianza que hizo que el bolívar se apreciara en términos nominales, y que la tasa cambiaria cerrara el año en un nivel similar al existente a comienzos de agosto de ese año.

El nuevo gobierno, que tomó posesión el 2 de febrero de 1999, decidió continuar con el sistema de bandas y el anclaje del tipo de cambio como medida antiinflacionaria. Para lograrlo, el BCV implementó una política monetaria restrictiva, lográndose el objetivo de relativa estabilidad cambiaria, a pesar de la política fiscal expansiva que se implementaba. Sin embargo, fue el comportamiento favorable de los precios petroleros que se materializó durante 1999 y 2000 como

producto de restricciones de oferta por parte de OPEP y de repunte de la demanda de petróleo debido a la recuperación de las economías del sureste asiático, lo que más contribuyó a lograr una cierta estabilidad del tipo de cambio en los primeros años de la nueva administración. Incluso, a comienzos de 2001 se volvió a quebrar la banda para evitar que el tipo de cambio se saliera de su límite inferior.

Sin embargo, durante esos años continuó el proceso de apreciación real cambiaria, haciendo que se materializara una creciente sobrevaluación del bolívar, y que el divorcio entre la anclada tasa de cambio nominal y la de paridad de importaciones fuera cada vez mayor, alcanzando niveles desproporcionadamente elevados.

Gráfico 1



Fuente: Banco Central de Venezuela, MetroEconómica y Ecoanalítica

El enrarecimiento del clima político en Venezuela, y el comportamiento adverso de los precios petroleros de la segunda mitad de 2001 como producto de la recesión de los EE. UU., de los atentados del 11 de septiembre, de los altos inventarios de crudo en los países consumidores y de la mayor producción de algunos exportadores, como Rusia, Noruega y Canadá, contribuyeron a generar un nuevo ataque especulativo contra el bolívar, similar al que se produjo en 1998. A pesar de la política monetaria severamente restrictiva implementada por el BCV y de la elevación abrupta de las tasas de interés reales, las masivas salidas de capital continuaron, por lo que las

reservas internacionales cayeron intensamente, haciendo la situación insostenible. Ello hizo que el 12 de febrero de 2002 se anunciara la implementación de un nuevo esquema cambiario, llegando a su fin el esquema de bandas cambiarias establecido a comienzos de julio de 1996.

4. Flotación del tipo de cambio con libre convertibilidad

El esquema cambiario aplicado desde mediados de febrero de 2002 fue uno de libre convertibilidad y flotación del tipo de cambio único. En las dos primeras semanas de su implementación el tipo de cambio aumentó de forma intensa, pasando de 793 bolívares por dólar, última cotización el último día de vigencia del sistema de bandas, a 1.079,50 bolívares el 25 de febrero. Sin embargo, en los días que siguieron dicha tasa experimentó una sostenida reducción. Se produjo así el fenómeno conocido como el *overshooting*, que consiste en que en las fases iniciales de un esquema cambiario como el aplicado se dispara la tasa de cambio, para luego moderarse, generando una apreciación de la moneda local.⁷

Entre las razones que generaron aquella moderación del tipo de cambio hay que mencionar la política monetaria severamente restrictiva que se implementó simultáneamente a la aplicación del nuevo esquema cambiario, lo cual elevó las tasas de interés de forma considerable, llegando las activas a ubicarse en torno al 40% en términos reales. Ello contribuyó a que la tasa de cambio se mantuviera en torno a los 850 bolívares por dólar en los dramáticos días que siguieron al derrocamiento de Chávez el 12 de abril y su ulterior retorno al poder unas horas después. No obstante, era obvio que esa tasa era insostenible, pues la misma implicaba una sobrevaluación cambiaria de gran proporción.

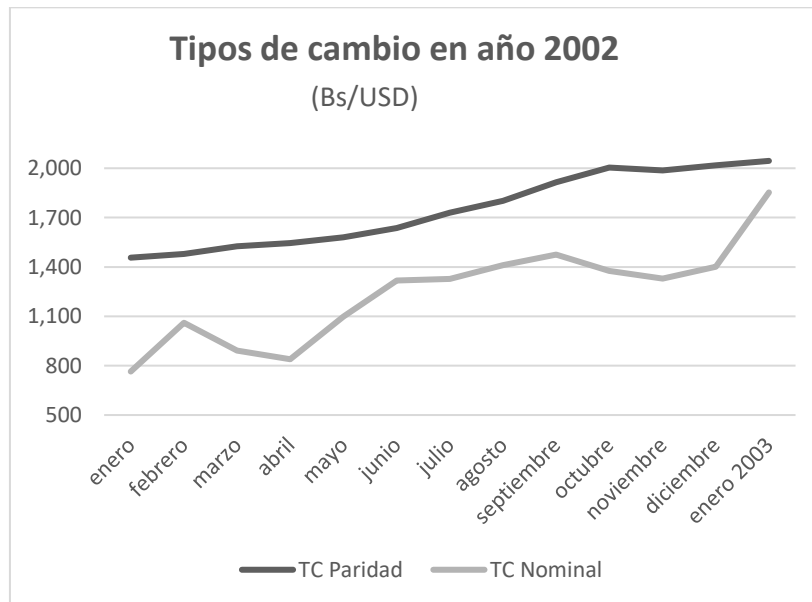
Por otra parte, la restricción monetaria y las consecuentes altas tasas de interés generaron severas consecuencias sobre el sector productivo, paralizaron los pagos en la cadena de suministro pues nadie se desprendía de los pocos recursos financieros que se dispusieran —nadie pagaba y todos cobraban— y, adicionalmente, la morosidad de la cartera de crédito de la banca aumentó abruptamente, poniendo en riesgo la estabilidad del sistema financiero.

Eso forzó la flexibilización de la política monetaria, incrementando la liquidez y moderando las tasas de interés, pero permitiendo que parte de la mayor disponibilidad de dinero se canalizara hacia el mercado cambiario. El convencimiento de que la alta sobrevaluación cambiaria era insostenible, y el enrarecido clima político que se vivía estimularon la demanda de divisas,

⁷ Ver Dornbusch (1976)

presionando al alza el tipo de cambio de forma sostenida. Sin embargo, a mediados de octubre de 2002 esa tasa dejó de crecer, mostrando incluso una tendencia a la baja, que se mantuvo hasta el mes de noviembre, a pesar de que la liquidez monetaria seguía creciendo. Eso se debió a que, por una parte, la banca se vio obligada a liquidar parte de su posición en moneda extranjera por razones regulatorias y, por la otra, a que múltiples empresas vendieran dólares para obtener la liquidez que requerían para afrontar sus requerimientos de fin de año. Incluso, en las primeras semanas de diciembre se mantuvo esta tendencia a la moderación del tipo de cambio, a pesar de haberse producido un paro general a partir del 2 de ese mes, pues el cese de actividades generó una interrupción del flujo de ingresos de múltiples empresas. No obstante, la paralización de la producción y de la exportación petrolera, combinada con la exacerbación del clima político, hicieron que el tipo de cambio reiniciara su tendencia ascendente en los últimos días del año y primer mes del año siguiente. El aumento abrupto de la demanda de divisas de esos días se tradujo en una reducción acentuada de las reservas internacionales, que llevó a la suspensión de las operaciones cambiarias del sector no gubernamental el 21 de enero de 2003, y a la imposición de un nuevo control cambiario a partir del 6 de febrero de ese año.

Gráfico 2



Fuente: Banco Central de Venezuela, MetroEconómica y Ecoanalítica

5. Un nuevo control cambiario a partir de 2003

En los convenios cambiarios celebrados entre el Ejecutivo y el BCV se establecían las normas por las que se regiría el nuevo control cambiario, los tipos de cambio aplicables, se creaba la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI) y se designaban los miembros que la integrarían, dándosele amplias atribuciones a dicha comisión para la estructuración y manejo del control de cambios que se creaba. Los entes públicos quedaban exentos de las regulaciones y controles de CADIVI, aplicándose éstos solo a los miembros del sector privado.⁸

Entre las normas y características del nuevo control cambiario estaban las siguientes:

- todas las divisas originadas por las exportaciones, o aquellas que ingresaran al país por cualquier otro concepto eran de venta obligatoria al BCV al tipo de cambio oficial
- se creó un mercado paralelo lícito en el que se podían hacer transacciones de compra y venta de moneda extranjera a un tipo de cambio libre. Las divisas que se transaran en este mercado no podían entrar al país pues, de lo contrario, serían de venta obligatoria al BCV
- la compra de divisas al tipo de cambio oficial quedaba limitada y sujeta a la aprobación previa de CADIVI. No obstante, cualquier importador podía realizar importaciones pagándolas con divisas de su propiedad o que las obtuviera en el exterior a través de operaciones de compra o de endeudamiento, sin que para ello se requiriera la autorización previa de CADIVI
- inicialmente se establecieron unas normas excesivamente rígidas para la realización de exportaciones privadas, teniendo estas 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. Sin embargo, las importaciones a través de este mecanismo tenían que contar con la autorización previa de CADIVI.⁹

En los primeros meses de aplicación de este nuevo esquema, el acceso a las divisas preferenciales estuvo severamente limitado, haciendo que el tipo de cambio libre se disparara, al punto de que en la tercera semana de julio de 2003 esta cotización se acercó a los 3.000 bolívares por dólar, llegando a diferir de la tasa oficial en un 85%. Sin embargo, en los últimos días de julio

⁸ Ver *Gaceta Oficial* No. 37.625 del 5 de febrero de 2003.

⁹ Para una información más detallada de estas normas y restricciones, ver Palma (2020), Capítulo 11.

la tasa libre bajó a 2.500 bolívares por dólar, oscilando en torno a este nivel durante varios meses. Esa estabilizada se debió a un incremento importante en la oferta de divisas a través de la venta de bonos de la deuda pública denominados en dólares, los cuales podían ser adquiridos por el público en bolívares al tipo de cambio oficial, para luego ser vendidos a descuento en los mercados secundarios del exterior. En noviembre de 2003 se realizó una segunda ronda de estas operaciones.

Ese fue el inicio de un oneroso proceso de endeudamiento externo del sector público, muy costoso para el país y para los entes que emitían esas obligaciones —principalmente la República y PDVSA—, quienes se endeudaban a largo plazo en dólares y pagando unos intereses muy elevados, a cambio de unos pocos bolívares que recibían al momento de venderlos localmente en el mercado primario.

5.1 El control de cambios en un escenario petrolero favorable

En las postrimerías de 2003 y primeros meses de 2004 el tipo de cambio libre volvió a subir con fuerza debido, fundamentalmente, al deterioro de las expectativas por el enrarecido clima político causado por las dilaciones y maniobras oficiales para postergar el referendo revocatorio al presidente Chávez. No obstante, a partir de marzo y hasta fines de 2004 el precio el dólar experimentó una tendencia a la moderación, haciendo que a fines de ese año el tipo de cambio libre fuera inferior al del cierre del año anterior. Ello se debió al aumento del precio internacional del petróleo que se produjo ese año, iniciándose así una tendencia alcista que duró hasta mediados de 2008. No obstante, al cierre de 2004 aún existía una brecha muy grande entre el tipo de cambio libre y el oficial, a pesar de haber sido ajustado este último de 1600 bolívares por dólares a 1920 el 9 de febrero. A pesar del considerable aumento del ingreso petrolero, el control de cambios continuó, e incluso se agudizó, manteniéndose una severa restricción al acceso de las divisas preferenciales a lo largo de todo el año.

El 3 de marzo de 2005 se volvió a ajustar el tipo de cambio oficial, pasando de 1.920 bolívares por dólar a 2.150, moderándose así el nivel de sobrevaluación del bolívar destinado a la adquisición de dólares preferenciales. Por su parte, el tipo de cambio libre mostró a lo largo de buena parte de ese año una relativa estabilización, ya que el aumento de los precios del petróleo permitió flexibilizar las aprobaciones de liquidación de divisas preferenciales, haciendo que se moderara la demanda de divisas en el mercado paralelo.

No obstante, dos acontecimientos cambiaron el panorama cambiario en el tercer trimestre de 2005. El primero de ellos fue la modificación de la ley del BCV, aprobada el 20 de julio, y el segundo, la aprobación en el mes de septiembre de la Ley Contra los Ilícitos Cambiarios. La primera obligaba al BCV a transferir durante el segundo semestre de ese año 6.000 millones de dólares de las reservas internacionales a un fondo manejado por el poder Ejecutivo, que después llevó por nombre Fondo de Desarrollo Nacional (Fonden), destinado a financiar gasto público y manejado directamente por el presidente de la República a su libre albedrío sin rendir cuentas a nadie. También se establecía en esa modificación de la ley que el instituto emisor debería estimar periódicamente el nivel «adecuado» de reservas internacionales, debiendo transferir al Fonden las llamadas reservas «excedentarias». Por otra parte, PDVSA ya no estaría obligada a vender la totalidad de las divisas por exportación de petróleo al BCV, sino aquellas que le generaren los bolívares necesarios para cumplir sus obligaciones tributarias y cubrir sus gastos operativos en bolívares.¹⁰

Por su parte, la nueva Ley Contra los Ilícitos cambiarios, establecía severas penalizaciones a quienes violaran las normas del control cambiario, pero mantenía la legalidad de las operaciones de obtención de dólares en el mercado libre a través de operaciones con títulos valores, tales como el canje de títulos denominados en bolívares por títulos denominados en dólares a ser vendidos en mercados foráneos. Esas operaciones se conocían como la permuta de títulos valores, dando origen a lo que se conoció como tipo de cambio de permuta.

Estos dos hechos y un recorte en la aprobación de divisas preferenciales hicieron que en septiembre y octubre de 2005 la tasa libre repuntara, para luego, en los últimos meses del año, volviera a bajar hasta ubicarse por debajo de los 2600 bolívares por dólar, nivel inferior al de comienzos de ese año. Eso se debió a la venta de títulos de la República denominados en dólares, pero adquiribles en bolívares por un monto 3000 millones de dólares.

El sostenido aumento de los precios petroleros contribuyó para que en el primer semestre de 2006 el tipo de cambio libre se mantuviera muy estable, mas no así en el segundo semestre, cuando experimentó una importante alza. Esto último se debió, primero, a un repunte de las importaciones que tuvieron que hacerse con dólares libres debido a que esas compras externas no calificaban para

¹⁰ Esas dos decisiones incluidas en la modificada Ley del Banco Central de Venezuela implicaron que en el período 2005-2015 los aportes al Fonden sumaran 135.100 millones de dólares. Aproximadamente, la mitad de ese monto fueron reservas internacionales «excedentarias» transferidas por el BCV sin recibir a cambio compensación alguna, y la otra mitad fueron aportes de PDVSA.

ser hechas con divisas preferenciales, segundo, a una restricción mayor en la aprobación de dólares preferenciales y, tercero, a la sólida expansión de la oferta monetaria debido al creciente gasto público. También contribuyó el deterioro de expectativas políticas debido a la proximidad de las elecciones presidenciales de ese año. Con el fin de contener la subida del dólar libre, en noviembre se hizo una primera emisión de los Bonos del Sur por un monto de 1000 millones de dólares. Esos títulos estaban compuestos por 500 millones de bonos argentinos denominados en dólares y adquiridos previamente por Venezuela, y por 500 millones de dólares de Títulos de Interés y Capital Cubierto (TIIC042017), denominados en bolívares, pero con protección de cambio para los intereses y el capital.

La radicalización del discurso de Chávez después de ganar la contienda electoral para un nuevo período presidencial deterioró aún más las expectativas políticas, generando un redoblado apetito por los dólares libres como medida de cobertura; eso se tradujo en un importante aumento de la tasa libre a comienzos de 2007. Adicionalmente, la sustracción de 3000 rubros de las listas de productos que eran elegibles para ser importados con dólares preferenciales, la elevada expansión de la oferta monetaria, el redoblamiento de los controles cambiarios, los retardos cada vez mayores en la aprobación y liquidación de dólares preferenciales, y el deterioro de las expectativas por la propuesta de reforma constitucional presentada por Chavez hizo que a lo largo de ese año la tasa de cambio libre aumentara con fuerza, distanciándose cada vez más de la tasa de cambio preferencial, que se mantenía inalterada desde comienzos de 2005.

Al igual que en controles de cambio previos, el divorcio entre las dos tasas de cambio avivó el apetito por los dólares preferenciales, aplicándose múltiples prácticas con el fin obtenerlos. Proliferó la sobrefacturación de importaciones, el pago de primas a los responsables de otorgar las aprobaciones de esas divisas, la asignación de esos dólares a personas o grupos relacionados, el montaje de sofisticadas operaciones de compraventa de títulos y otras. A pesar de que los montos de las aprobaciones y liquidaciones de dólares preferenciales oficialmente reportados eran muy altos, múltiples empresas se quejaban de no tener acceso a las divisas que requerían para realizar sus importaciones legítimas, lo cual demuestra que muchas de esas aprobaciones y liquidaciones se filtraban a empresas ficticias.

La imposibilidad de acceder a los dólares preferenciales, los severos controles de precios existentes, y la obligación de registrar los costos externos al tipo de cambio oficial, generaron

graves problemas de desabastecimiento de productos básicos, pues esos bienes no podían ser importados, o producidos localmente con insumos foráneos importados con dólares libres, pues ello les generaría cuantiosas pérdidas a sus productores o comercializadores.

El rechazo a la propuesta de reforma constitucional propuesta por Chávez en el referendo de diciembre de 2007 generó un clima de mejores expectativas y menor incertidumbre, haciendo que el tipo de cambio libre bajara durante las últimas semanas del año, rompiendo así la tendencia francamente alcista se operó en los meses precedentes.

En el año 2008 se produjeron importantes cambios. El 1 de enero se realizó una reconversión monetaria, creándose el «bolívar fuerte» (VEF) equivalente a 1000 bolívares tradicionales. Semanas más tarde entró en vigor una reforma a la Ley Contra los Ilícitos Cambiarios, endureciendo las penalizaciones a quienes violaran las normativas cambiarias, ratificando así la intención punitiva y restrictiva del control de cambios, a pesar de la abundancia de ingresos de divisas que percibía el país dados los altos precios petroleros que entonces existían.

Se le dio prioridad al control de la inflación, para lo cual se implementó una política monetaria de carácter restrictivo, y se decidió reducir la brecha entre el tipo de cambio oficial y la tasa libre que, como ya se dijo, había experimentado un sólido aumento en la segunda mitad del año precedente. Este último objetivo se pretendió lograr a través de una reducción forzada de la cotización en el mercado paralelo con el fin de acercarla a la oficial, en vez de buscar la reducción de la primera hasta ubicarla en un nivel más racional y el ajuste de la tasa oficial —congelada desde comienzos de 2005—, buscando así reducir la alta sobrevaluación del bolívar destinado a la adquisición de dólares preferenciales.

La reducción del tipo de cambio libre se logró a través de la restricción de la oferta monetaria y de un importante aumento de la oferta de divisas en el mercado paralelo. Esto último se hizo a través de la venta de notas estructuradas denominadas en dólares mantenidas en el Fonden, así como por la venta de bonos argentinos previamente adquiridos por el gobierno venezolano y de bonos emitidos por la República o por empresas del Estado.¹¹

Al igual que en los años anteriores, la aprobación y liquidación de divisas siguió creciendo en el primer semestre de 2008, alcanzando niveles muy elevados. Ello llevó a que se tomaron algunas

¹¹ Para una Descripción más detalladas de estas operaciones ver Palma (2020: pp. 170-173)

medidas con el fin de restringir el acceso a las divisas preferenciales, tales como la disminución del cupo anual de consumo en internet con el uso de tarjetas de crédito, y la restricción en la asignación de divisas para algunas importaciones consideradas no prioritarias. A esto se aunó el agravamiento en las dilaciones para la obtención de aprobaciones y liquidaciones de divisas que sufrían algunos productores, importadores o comerciantes, agravándose así el problema de desabastecimiento de múltiples productos, y la corrupción, ya que buena parte de los dólares preferenciales que se aprobaban y liquidaban se filtraban a empresas ficticias o a personas y grupos relacionados al gobierno.

5.2. El control de cambios en un escenario petrolero menos favorable

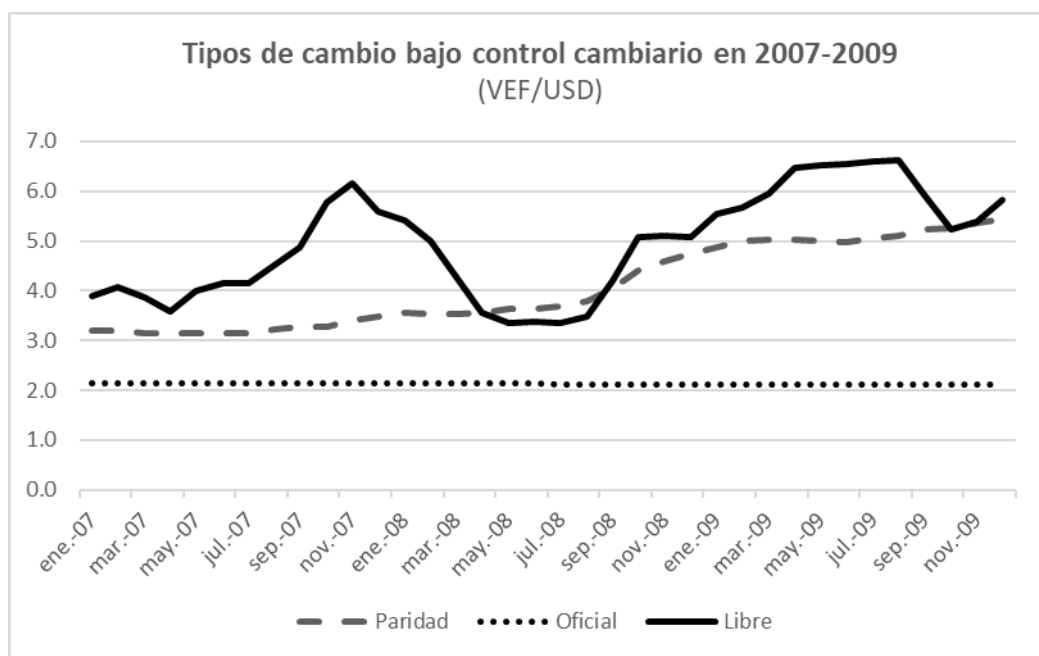
La materialización de la crisis financiera global conocida como «la crisis de los préstamos hipotecarios *subprime*» hizo que los precios petroleros se desplomaran en la segunda mitad de 2008. Si bien en la primera mitad del año siguiente éstos se recuperaron parcialmente, durante el segundo semestre de 2009 y tres primeros trimestres de 2010 se estabilizaron en torno a los 70 dólares por barril, nivel muy inferior al promedio del primer semestre de 2008, cuando superó los 100 dólares por barril.

Al hacerse evidente la reducción de los ingresos petroleros a fines de 2008 y comienzos de 2009 se restringió el acceso a los dólares preferenciales, decidiéndose limitar las importaciones que podían hacerse con estas divisas a las más esenciales. El resto de las compras externas se harían con dólares libres, los cuales podían ser adquiridos en el mercado paralelo de forma lícita. El sustancial aumento de la demanda de divisas presionó la tasa de cambio de permuta, ensanchando la diferencia con la oficial, la cual seguía congelada en 2,15 bolívares fuertes por dólar desde comienzos de 2005. Ello, además de exacerbar la sobrevaluación cambiaria y generar presiones inflacionarias adicionales, azuzaba la avidez por los dólares controlados, abonando el terreno de la corrupción. No solo proliferaba la sobrefacturación de importaciones esenciales y las gratificaciones y dádivas para sobornar a funcionarios, sino también el cobro de comisiones a quienes solicitaban divisas preferenciales, o la asignación de estas a personas o grupos relacionados con el oficialismo.

Cuando en los primeros días de agosto de 2009 la cotización libre se acercaba a los 7 bolívares fuertes por dólar, triplicando holgadamente a la oficial, las autoridades manifestaron su alarma, decidiendo reducir esa tasa a toda costa. Entonces se cometió el mismo error de la primera mitad

del año precedente, es decir, intentar cerrar la brecha entre las dos tasas cambiarias reduciendo forzosamente la libre para acercarla a oficial, esta última inalterada desde hacía más de cuatro años. Como era de esperar, después de bajar el tipo de cambio de permuta a través de la venta masiva de dólares, los agentes económicos percibieron que ese esfuerzo era insostenible pues se agotaban los recursos. Ello exacerbó las expectativas cambiarias, llevando a la compra masiva de dólares libres como medida de cobertura ante su inminente encarecimiento.

Gráfico 3



Fuente: CADIVI, Venezuela FX, MetroEconómica y Ecoanalítica

En los últimos días del año y primeros meses de 2010 el tipo de cambio libre experimentó un alza sostenida. Por su parte, el tipo de cambio oficial, después de estar congelado por 5 años a 2,15 bolívares fuertes por dólar, fue ajustado, estableciéndose dos tasas de cambio preferenciales, una a 2,60 bolívares fuertes por dólar y otra a 4,30. La primera era aplicable a las importaciones del sector público, a las de primera necesidad y a otras operaciones con moneda extranjera relacionadas con la educación, la salud, las pensiones de jubilación y las necesidades de los consulados y embajadas acreditadas en el país. La tasa de 4,30 bolívares fuertes por dólar se aplicaría al resto de las operaciones que se hicieran con divisas oficiales, tales como importaciones no prioritarias, remisión de dividendos, pagos de deuda externa reconocida y otras.

5.3 Graves y costosos errores. El Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (Sitme)

Ante la sostenida subida de la tasa libre en mayo de 2010 el gobierno decidió declarar ilegal el mercado libre de divisas y asignarle al BCV la competencia exclusiva para la compra y la venta de divisas, incluyendo las transacciones de títulos denominados en moneda extranjera, que hasta ese momento se podían transar lícitamente en el mercado libre. Se modificó la Ley Contra los Ilícitos Cambiarios, incluyendo en la definición de divisas a los títulos valores denominados en moneda extranjera, o que pudieran ser liquidados en moneda extranjera.

En los primeros días de junio entró en vigor un nuevo esquema cambiario conocido como el Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (Sitme). En este se autorizaba a los bancos universales y comerciales y a las entidades de ahorro y préstamo a servir como intermediarios cambiarios entre el público y el BCV, quedando excluidas de estas funciones las casas de bolsa y las sociedades de corretaje.¹²

Bajo el nuevo esquema, podrían acudir como oferentes los interesados en vender bonos públicos denominados en moneda extranjera, tales como el gobierno, PDVSA, el BCV o cualquier otro tenedor de esos bonos, y como demandantes los interesados en adquirir títulos a cambio de bolívares, estableciendo límites máximos de los montos de dólares que podían ser adquiridos por las personas jurídicas o naturales.

La implementación de este nuevo esquema cambiario era indicativa de la intención restrictiva del gobierno en cuanto a las posibilidades del sector privado de acceder a las divisas, creando un severo problema al ilegalizar el mercado cambiario libre. Después del recrudescimiento de las restricciones al acceso a los dólares preferenciales impuestas en 2009, múltiples empresas habían migrado hacia este mercado para adquirir las divisas que requerían, llegándose a transar entre 80 y 100 millones de dólares diarios. Ahora se encontraban en una difícil situación al no poder seguir adquiriendo moneda extranjera en este mercado de forma legítima, y toparse con severas restricciones y limitaciones para comprar dólares a través del Sitme.

Desde muy temprano se hizo evidente la escasa oferta de títulos valores por parte de los tenedores de títulos debido a que las condiciones de compraventa eran muy poco favorables.

¹² Altos voceros gubernamentales acusaron a las casas de bolsa de realizar operaciones cambiarias indebidas. Eso llevó a que varias de esas organizaciones fueran injustamente intervenidas y se persiguiera a sus directivos, imponiéndoseles penalizaciones de privación de libertad por varios meses y años.

Tampoco los bancos eran poseedores de altas cantidades de bonos denominados en moneda extranjera que pudieran ofrecerse, como inicialmente se pensaba. Ello hizo que tanto la República como PDVSA emitieran importantes cantidades de nuevos bonos durante toda la vigencia del Sitme (junio 2010 a febrero de 2013) con el fin de satisfacer, aun cuando parcialmente, la demanda de divisas bajo ese sistema, ya que la demanda superaba holgadamente a la oferta.

Esto resultó particularmente costoso, pues al transarse esos títulos en moneda local, quienes los emitían recibían unos pocos bolívares, a cambio de endeudarse a largo plazo en dólares y pagando unos rendimientos muy elevados, que en algunos casos superaban el 12% anual. Ello contribuyó a elevar notablemente la deuda pública externa.

Cuadro 1
**Deuda Pública Externa en forma de bonos y pagarés
(Millones de USD)**

<u>Año</u>	<u>Monto</u>	<u>Var%</u>
2009	33.193	
2010	39.255	18,3
2011	43.662	11,2
2012	48.869	11,9
Aumento porcentual entre 2009 y 2012: 47,2%		

Fuente: Banco Central de Venezuela

A comienzos del 2011 se eliminó la tasa de cambio de 2,60 bolívares por dólar, quedando solo la de 4,30, la cual era aplicable a todas las operaciones hechas a través de CADIVI. Eso implicó un encarecimiento importante de los dólares utilizados para la importación de productos esenciales que, como ya se dijo, eran hechas con dólares que podían ser adquiridos al tipo de cambio que se estaba eliminando. A pesar de que desde los últimos meses del año precedente los precios del petróleo estaban subiendo debido a la turbulencia política en el Medio Oriente conocida como la Primavera Árabe, llegando a alcanzar un promedio de 101 dólares por barril en 2011, las restricciones al acceso de divisas a través de CADIVI y el Sitme, continuaron, e incluso se agravaron. Eso puso en severos aprietos a múltiples empresas que no podían obtener los dólares que requerían, pues a pesar de que el mercado paralelo seguía funcionando, ahora era ilegal realizar transacciones en él, transformándose este en un mercado negro.

Sin embargo, el tipo de cambio en ese mercado se mantuvo bastante estable a lo largo de 2011 y buena parte de 2012 debido a que múltiples empresas se abstuvieron de actuar en el mismo, o redujeron sus operaciones de cambio substancialmente, pues se oponían a violar la ley o temían ser objeto de severas penalizaciones. Sin embargo, era obvio que esa estabilidad de la tasa cambiaria libre no podía mantenerse indefinidamente.

En septiembre de 2012 esa cotización comenzó a experimentar una fuerte tendencia al alza, debiéndose esto a una restricción adicional de oferta al suspender actividades la mesa de dinero que abastecía semanalmente al mercado libre, y a un repunte intenso de la demanda, estimulada por la incertidumbre política creada por la elección presidencial de octubre de ese año, y por el aumento desmedido de la liquidez producido por la expansión de gasto público.

Los altos precios petroleros de 2012, que en promedio superaron los 103 dólares por barril, el desenfreno fiscal de ese año electoral, y la preservación de un tipo de cambio oficial artificialmente bajo que generaba una alta sobrevaluación cambiaria, abonaron el terreno para la materialización de una corrupción desenfrenada. Demostración de ello es el hecho de que una parte importante de las importaciones del sector público, que ese año aumentaron de forma disparatada, presumiblemente eran falsas. Además, altos voceros gubernamentales denunciaron que ese año las asignaciones de dólares preferenciales a empresas ficticias alcanzaron los veinte millardos de dólares. Sin embargo, y paralelo a esa situación indecorosa, el acceso del sector privado a las divisas preferenciales a través de CADIVI o del Sitme fue muy limitado y decreciente a lo largo del año.

El 8 de febrero de 2013 se anunció, por una parte, el ajuste de la tasa de cambio oficial, pasándola de 4,30 bolívares fuertes por dólar a 6,30 y, por la otra, el fin del Sitme, aduciéndose que no tenía sentido mantener un sistema cambiario que provocaba el endeudamiento público para alimentarlo. Tardó 3 años el gobierno en aceptar ese sinsentido, a pesar de las múltiples veces que se le advirtió ese absurdo a lo largo de la vigencia del Sitme.

5.4 Sucesión de varios sistemas cambiarios

En los años que siguieron al fallecimiento del presidente Chávez, anunciado el 5 de marzo de 2013, se implementaron una sucesión de regímenes cambiarios, los cuales perseguían un objetivo común: el desmantelamiento del mercado paralelo de divisas y el control del tipo de cambio libre. Según el gobierno, el comportamiento de la tasa cambiaria en ese mercado era irracional y manipulado desde el

exterior por personas inescrupulosas, que inflaban el precio del dólar de forma artificial e injustificada. Esto formaba parte de lo que el oficialismo denominó la «guerra económica», que libraban los enemigos del régimen para desestabilizar y crear un clima de ingobernabilidad. Con esto buscaban los representantes gubernamentales señalar chivos expiatorios a los que se les pudiera acusar de causar la situación económica cada vez más adversa de esos años, caracterizada por una inflación galopante, una caída sostenida de la producción, un persistente deterioro del sector laboral, un empobrecimiento que crecía fuertemente y unos desequilibrios macroeconómicos cada vez más profundos.

Los sistemas cambiarios que se implementaron durante el período 2013-2019 dentro del esquema del control cambiario en vigor desde el 2003 fueron:

- Sistema Complementario de Administración de Divisas (Sicad), en vigor entre marzo de 2013 y febrero de 2015
- Sistema Alternativo de Divisas (Sicad II), en vigor entre marzo 2014 y febrero de 2015
- Sistema Marginal de Divisas (Simadi), en vigor entre febrero de 2015 y marzo de 2016
- Sistema Dual Dipro-Dicom, en vigor desde marzo de 2016 a septiembre de 2018. (En enero de 2018 se eliminó la tasa Dipro)
- Sistema de Mercado Cambiario, en vigor en septiembre de 2018 y mayo de 2019.¹³

En algunos casos, como en los sistemas Sicad, Dicom, y el de Mercado Cambiario, las ofertas de divisas se hacían a través de subastas periódicas, mientras que en los otros casos las operaciones cambiarias eran más continuas y regulares. Tradicionalmente, al comienzo de la implementación de estos sistemas la cantidad de divisas transadas tendía a ser más elevada que en las semanas precedentes para luego declinar en el tiempo. De hecho, a lo largo de estos años lo que se notó fue una tendencia permanente a la reducción de los dólares que se transaban.

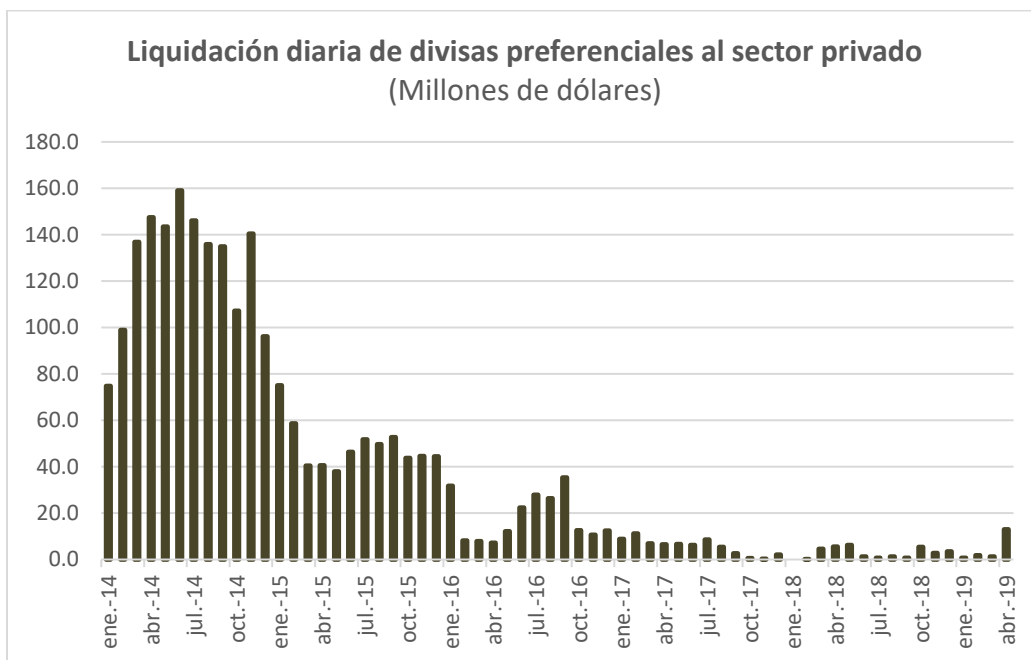
Esto hacía que los dólares preferenciales liquidados al sector privado a través de estos sistemas, más los que aprobaba CADIVI y ulteriormente el Cencoex,¹⁴ experimentaran una franca tendencia a la baja a partir de la segunda mitad de 2014, cuando comenzó a operarse una reducción sostenida de los precios petroleros, hasta estabilizarse en unos niveles muy inferiores a los 100 dólares el barril de los años precedentes. No obstante, a la entrada en vigor del Sicad II en marzo de 2014

¹³ Para un análisis detallado del funcionamiento de estos esquemas cambiarios, ver (Palma 2020: Cap. 13 – 15)

¹⁴ En febrero de 2014 se crea el Cencoex, organismo que pasa a manejar la administración del control cambiario, en sustitución de CADIVI, ente que cesa operaciones.

se liquidaron unos 55 millones de dólares diarios a través del nuevo sistema, montos que al sumarlos a los que se liquidaban por el Cencorex y el Sicad, se alcanzaran cifras de importancia, para luego comenzar a declinar de forma acelerada.

Gráfico 4



Fuente: Banco Central de Venezuela, Mppefbp y Ecoanalítica

La decisión del gobierno de transformarse en el gran importador, acaparando la realización de un alto y creciente porcentaje de las compras externas del país, combinada con la reducción sostenida del ingreso de divisas debido a la declinación de los volúmenes de producción y exportación de petróleo y a los menores precios de los hidrocarburos, condenaron al sector privado a recibir cantidades exiguas y cada vez menores de divisas preferenciales.

Adicionalmente, los sistemas bajo estudio que se implementaron hasta fines de 2018 se caracterizaban por la fijación o anclaje de tasas de cambio oficiales artificialmente bajas, que implicaban altos y crecientes niveles de sobrevaluación cambiaria de los bolívares destinados a la compra de los dólares preferenciales. Eso implicaba que las compras externas hechas por el sector gubernamental, que incluían la mayoría de las de productos básicos, insumos y bienes intermedios y de capital, y todas las de armamento y defensa, eran hechas con dólares artificialmente baratos, azuzando esto la proliferación de una corrupción descabellada.

Los productores y comercializadores privados, al sufrir severas restricciones para acceder a las divisas preferenciales, se veían obligados a realizar sus compras externas con dólares libres mucho

más costosos, o con divisas de su propiedad en el exterior u obtenidas a través de préstamos, o mediante el financiamiento externo de proveedores o de sus casas matrices. Sin embargo, estas empresas tenían que utilizar la tasa de cambio oficial para el cálculo de sus costos de origen externo, y estaban sometidas a severos controles de precios, obligaciones que en muchos casos las condenaban a trabajar a pérdida.

Obviamente, todo esto contribuyó a recrudecer los problemas de desabastecimiento y recesión que se sufrían en esos años y a avivar la inflación, máxime cuando la imposibilidad de obtener dólares oficiales impedía que las empresas locales pudieran honrar sus deudas externas. Eso llevó a que múltiples proveedores foráneos y casas matrices se negaran a seguir proveyendo insumos a las empresas locales, dados los altos montos que les adeudaban.

De todo lo anterior se puede colegir que todos los sistemas cambiarios implementados entre 2010 y 2018 dentro del régimen de control cambiario en vigor desde 2003 —Sitme, Sicad, Sicad II, Simadi Dipro-Dicom y el Sistema de Mercado Cambiario en su primera fase— fracasaron, particularmente en su objetivo central de abatir el tipo de cambio libre, y lograr instituir una tasa cambiaria oficial única más realista, cuyo comportamiento y evolución dependiera del libre juego de la oferta y la demanda.

La crítica situación descrita se vio agravada por las sanciones al sector público venezolana que impuso EE. UU. a partir de agosto de 2017, cuando se le prohibió a cualquier entidad que operara en ese país la negociación de bonos de la República o de PDVSA por nuevas emisiones, o de ciertos bonos que estuvieran en manos del sector público. En enero de 2019 el gobierno estadounidense le impuso sanciones a PDVSA, impidiéndole el acceso del petróleo venezolano a ese país, su principal mercado, y en abril se anunciaron sanciones contra el BCV.

Eso demuestra que no eran ciertas las afirmaciones del oficialismo de que el descalabro de los volúmenes de producción y exportación de petróleo se debió a las sanciones. Esa declinación se inició y profundizó mucho antes, debido a las múltiples cargas que se le impuso a PDVSA desde el 2005 y a las malas decisiones que afectaron a esa empresa, destacando el injusto despido masivo de más de 18.000 de sus gerentes y técnicos en 2003. Si bien las sanciones agravaron la situación, el descalabro del sector petrolero lo generó una serie de acciones internas que se materializaron en los años previos a la imposición de esas penalizaciones.

Los años en los que se implementaron los sistemas cambiarios bajo análisis fueron de profunda crisis. Así, entre 2014 y 2019 se produjo una contracción acumulada del PIB del 69%. La inflación creció de forma disparatada hasta llegar a una situación hiperinflacionaria a fines de 2017, que se profundizó en 2018 y parte de 2019. Esta fue producida, por una parte, por una expansión monetaria desproporcionada debido a la monetización de unos altísimos déficits públicos, lo cual se tradujo en masivas creaciones de dinero primario por parte del BCV y, por la otra, por un desabastecimiento profundo de bienes y servicios, dadas las trabas de producción del aparato productivo interno, y las limitaciones a la importación que existían. Otro factor que contribuyó a la generación de alta inflación fue la alta dispersión entre las tasas de cambio oficial y libre que se materializó durante esos años. Las severas limitaciones a la accesibilidad de los dólares preferenciales obligaban a los productores, importadores y comerciantes a obtener las divisas que requerían para sus operaciones en el mercado libre, donde el tipo de cambio era altamente volátil y cada vez más distante del anclado tipo de cambio oficial. Ello los obligaba a que, al momento de determinar los precios de sus productos, éstos no se basasen en los costos históricos, sino en los estimados de los costos en que se incurriría al momento de reponer los insumos que se estaban utilizando, o los productos finales que se estaban vendiendo. En otras palabras, los precios se establecían en base a los costos esperados de reposición, los cuales estaban altamente influenciados por el volátil tipo de cambio libre.

La adversa situación económica generó una enorme crisis social, caracterizada por un alto y creciente desempleo, por el colapso de los ingresos reales de la población, y por el crecimiento sostenido e intenso de la pobreza. Así, en línea con los estimados de la Encuesta Nacional de Condiciones de Vida (Encovi), el porcentaje de la población en situación de pobreza de ingresos pasó de 32,6% en 2013 a 90,2% en 2018, y el de pobreza extrema de 9,1% a 76,5% respectivamente.¹⁵ Eso explica por qué en ese lapso en Venezuela se creó una verdadera crisis humanitaria que llevó a más de 6 millones de personas a emigrar a otros países, en muchos casos para sobrevivir.

La deuda externa del sector público, por su parte, también se vio afectada durante estos años. A fines de 2017 el sector público entró en *default*, pues dejó de honrar sus compromisos de pago por el servicio de la deuda constituida por los bonos denominados en dólares, que en años

¹⁵ *Condiciones de vida de los venezolanos: Entre emergencia humanitaria y pandemia. ENCOVI 2021.* Universidad Católica Andrés Bello, Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales.

anteriores habían emitido la República y PDVSA para alimentar el mercado cambiario. Adicionalmente, en el transcurso de los años se fueron acumulando otros compromisos de pago que engrosaron esas obligaciones. Entre estos estaban:

- la aglomeración de liquidaciones pendientes de divisas preferenciales aprobadas para la realización de importaciones, para la remisión de dividendos y para otros fines
- las deudas de PDVSA con sus contratistas y proveedores
- las crecientes obligaciones por arbitrajes del CIADI debido a nacionalizaciones y a otros reclamos de múltiples empresas cuyos derechos habían sido violados por el gobierno.

Eso hizo que el monto global de deuda pública externa creciera a montos desproporcionadamente altos, y que siguiera aumentando con el paso del tiempo.

5.5 2018. Primeros indicios de cambio

A comienzos de agosto de 2018 la Asamblea Nacional Constituyente dictó un decreto derogando el régimen de ilícitos cambiarios, aduciendo que con ello se buscaba permitir las transacciones cambiarias entre privados de forma lícita. El 17 de ese mes Maduro hizo una serie de anuncios, entre los que estaba la realización de una nueva reforma monetaria, creando el «bolívar soberano», equivalente a 100.000 bolívares fuertes. Su valor estaría atado al «petro», moneda digital emitida por el gobierno cuyo valor estaría determinado por el precio del petróleo, fijándose este en 60 dólares y en 3.600 bolívares soberanos. De esa forma se establecía un tipo de cambio inicial de 60 bolívares soberanos por dólar. También se anunció la implementación de un nuevo esquema cambiario con un solo tipo de cambio anclado al petro, y la realización de 3 subastas de dólares a la semana, con la promesa de llevarlas a una periodicidad diaria. Esto implicó un aumento abrupto del tipo de cambio oficial, que pasó de 2,49 bolívares soberanos por dólar a 60,00. Si bien esto implicaba una reducción importante del diferencial con la tasa libre de 120 bolívares soberanos por dólar, aún la brecha entre ambas era muy grande. Adicionalmente, se aumentó el salario mínimo en un 5.900% hasta ubicarlo en 1.800 bolívares soberanos.

A los pocos días el presidente del BCV y el ministro de Economía y Finanzas anunciaron que, bajo el nuevo esquema cambiario, el tipo de cambio fluctuaría libremente en línea con la oferta y demanda de divisas de los particulares. También anunciaron que el BCV publicaría diariamente la tasa cambiaria establecida en las subastas, en las que no habría límites de oferta, pero sí de

demanda. En esa oportunidad se anunció que las personas jurídicas podrían demandar hasta 400.000 dólares mensuales, mientras que los individuos podrían demandar un máximo de 500 dólares por mes. En consecuencia, esos anuncios, de hacerse realidad, implicarían la continuidad del control de cambios, aunque más flexible.

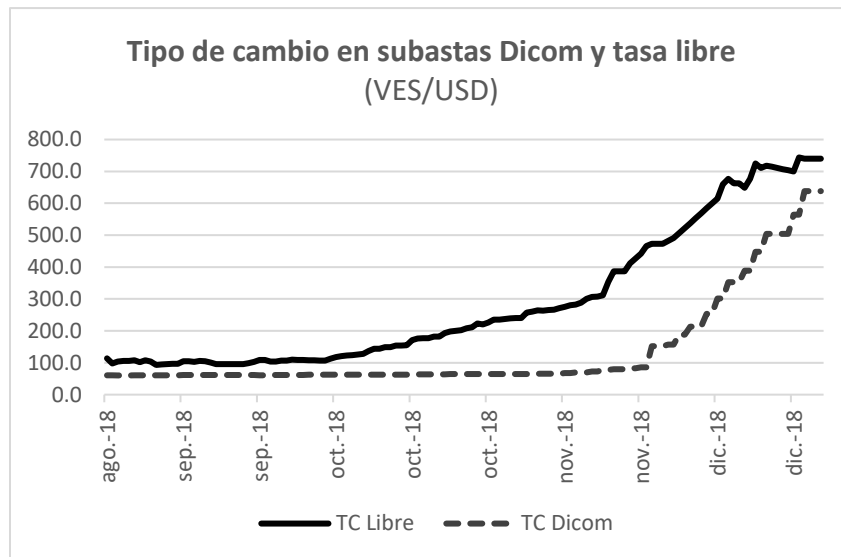
El 7 de septiembre se publicó un nuevo convenio cambiario, ahora identificado como el número 1¹⁶ para diferenciarlo de los múltiples convenios previamente publicados, buscando con ello transmitir la idea de que, de allí en adelante, el sistema cambiario entraba en una nueva etapa.

Al analizar el contenido de este nuevo acuerdo se llega a la conclusión de que el mismo no eliminaba el control cambiario, sino que lo flexibilizaba. Aun cuando en su artículo 9 se establecía que el tipo de cambio fluctuaría libremente en respuesta a la oferta y la demanda del mercado, lo que sucedió en la realidad fue algo muy diferente. Se ratificaba el sistema de subastas Dicom, ahora identificadas como Sistema de Mercado Cambiario, pero el BCV seguía teniendo una alta injerencia en la determinación del tipo de cambio resultante de las subastas —que se seguía identificando como tasa Dicom—, en quienes podían participar en las subastas, cómo se asignaban las divisas, quienes podían fungir como operadores cambiarios, y qué tipo de operaciones se podían realizar. Al tener que aplicarse el tipo de cambio de las subastas a todas las operaciones cambiarias del sector público y del privado, se discriminaba y afectaba a muchas empresas que, al no tener acceso a las divisas de las subastas, se veían obligadas a adquirir los dólares que requerían en el mercado libre, donde el tipo de cambio era muy superior y cada vez más distante del determinado en las subastas.

De hecho, en los primeros 90 días de implementación de la nueva normativa, el tipo de cambio de las subastas pasó de 60,27 bolívares soberanos por dólar a 77,21, un encarecimiento de la divisa de 28,1%, a pesar de que en esos tiempos se estaba materializando una hiperinflación con aumentos de precios promedio superiores al 100% intermensual. Esa alta y creciente apreciación cambiaria real hacía que la oferta privada de dólares a través de las subastas fuera prácticamente inexistente. Dadas estas profundas distorsiones, en el mes de diciembre 2018 la tasa de cambio de las subastas aumentó con fuerza, reduciendo la brecha con el tipo de cambio libre, y poniendo fin a su estabilidad forzosa.

¹⁶ Ver *Gaceta Oficial* No. 6.405 Extraordinario, publicada el 7 de septiembre de 2018. Para un análisis más detallado de este convenio cambiario ver Palma (2020: Cap. 16).

Gráfico 5



Fuente: Banco Central de Venezuela y Ecoanalítica

5.6 2019. Año de cambios significativos

En las primeras semanas de 2019 se siguieron realizando las subastas, pero con tipos de cambio en franca expansión, aumentando el precio del dólar en más de 415% durante el mes de enero. Entonces anunció el BCV su intención de anclar el tipo de cambio en un nivel de 3.300 bolívars soberanos por dólar como una medida antiinflacionaria, para lo cual intervendría activamente en el mercado cambiario vendiendo divisas en cantidades importantes. Simultáneamente, restringiría la disponibilidad de bolívars a través de una intensificación del ajuste de tasas de encaje requerido a la banca, que ya venía aplicando desde octubre del año precedente.

Cuadro 2

Tasas de encaje requerido a las instituciones financieras

	<u>Ordinario</u>	<u>Marginal</u>
Desde el 22 de octubre de 2018	31%	40%
Desde el 10 de diciembre de 2018	31%	50%
Desde el 15 de enero de 2019	31%	60%
Desde el 11 de febrero de 2019	57%	100%

Fuente: Banco Central de Venezuela

En otras palabras, se intentaba controlar la hiperinflación a través de la implementación de dos anclas: la cambiaria y la monetaria. El aumento progresivo de los encajes bancarios prácticamente paralizó la actividad crediticia de la banca, y puso en situación comprometida a varios bancos quienes, al no poder cumplir las obligaciones de encaje, tenían que acudir al mercado *overnight* pagando unas tasas de interés muy altas, o verse afectados por unas penalizaciones muy onerosas. Este hecho, combinado con una moderación de la monetización de los déficits públicos a lo largo de ese año, hizo que el aumento de la oferta monetaria se moderara, particularmente desde marzo en adelante.

Sin embargo, en el área cambiaria no hubo éxito. Si bien las intervenciones semanales en el mercado cambiario lograron estabilizar el tipo de cambio libre en torno a los 3.300 bolívares soberanos por dólar por un lapso de 11 semanas, a principios de abril la tasa libre comenzó a aumentar con fuerza, a pesar de la venta periódica al público de euros en efectivo que el BCV proveía a través de la banca, y del repunte que experimentaban las remesas que enviaban los venezolanos desde el exterior, estimuladas por el sustancial aumento experimentado por la tasa de cambio oficial.

Las escasas reservas internacionales líquidas del BCV, la imposibilidad de acceder a los mercados financieros internacionales debido a las sanciones, y los menores ingresos por exportación de petróleo limitaban grandemente las posibilidades de intervención efectiva del instituto emisor en el mercado cambiario. Eso contribuyó a que el tipo de cambio libre aumentara con fuerza hasta superar los 5.200 bolívares soberanos, y que el BCV anunciara el 23 de abril que revisaba el tipo de cambio a defender, llevándolo a un nivel de 5.200 bolívares soberanos.

Si bien eso contribuyó a estabilizar temporalmente el tipo de cambio, era obvio que el mismo no podía estabilizarse a ese nivel debido a las pocas posibilidades de intervención cambiarias del instituto emisor y a la altísima inflación que entonces existía.

Ante esa realidad, el 2 de mayo el BCV emitió la Resolución 19-05-01¹⁷, autorizando a los operadores cambiarios a pactar, a través de sus mesas de cambio, entre sus clientes o en transacciones interbancarias, operaciones de compra y venta de moneda extranjera sin la intervención del BCV, organismo que solo se limitaría a publicar diariamente el tipo de cambio promedio ponderado de las

¹⁷ Ver *Gaceta Oficial* No. 41.624 del 2 de mayo de 2019.

distintas mesas de cambio. Eso implicaba el fin del sistema de subastas, y su sustitución por un mecanismo más expedito y transparente de operaciones cambiarias entre privados.

Dadas las severas restricciones que afrontaba el BCV debido a sus escasos ingresos de divisas, se decidió hacer uso de las reservas internacionales, ahora fuertemente disminuidas, procediéndose a la venta de buena parte de las reservas de oro¹⁸ a través de la intermediación de países aliados al gobierno, como Turquía, Rusia e Irán. Eso le generaba recursos, aunque escasos, que le permitía realizar intervenciones en el mercado cambiario, vendiéndole euros en efectivo a la banca para que esas instituciones, a su vez, se las vendieran a sus clientes.

Un fenómeno que tomó cuerpo en 2019 fue la creciente dolarización transaccional de la economía, es decir, el uso cada vez más frecuente del dólar para las realizaciones de las transacciones de compra y venta de bienes y servicios. Como es tradicional en economías que sufren alta inflación, la pérdida de poder de compra de la moneda local debido al fuerte y sostenido aumento de los precios hace que la demanda de activos líquidos en moneda local desaparezca, y que los agentes económicos prefieran el uso de una moneda fuerte, el dólar en este caso, para la realización de sus transacciones, el mantenimiento de activos líquidos con fines de ahorro, y la compensación del trabajo. En otras palabras, la moneda local pierde su condición de reserva de valor, conservando parcialmente las de medio de pago y de unidad de cuenta, que ahora comparte con el dólar.

En el caso específico de Venezuela, ese proceso de dolarización transaccional se vio reforzado, por una parte, por la escasez cada vez más crítica de efectivo debido a la reiterada negativa del gobierno de emitir billetes de mayor denominación en línea con la intensidad de aumento de los precios y, por la otra, por la paralización de la actividad crediticia debido a los altísimos encajes requeridos a la banca. Esos dos hechos contribuían a restringir cada vez más el uso del bolívar, y a popularizar cada vez más el uso del dólar para la realización de transacciones, para el pago de las compensaciones laborales y para el mantenimiento de activos líquidos como reserva de valor.

Adicionalmente, la baja disponibilidad de divisas que padecía el gobierno le impedía seguir fungiendo como el gran importador del pasado. Ello lo obligó a crear las condiciones para que el sector privado asumiera un rol más protagónico en el proceso de compras externas, eliminando muchos de los controles y restricciones cambiarias, comerciales y de otra índole, que le había impuesto en el pasado. Eso estimuló las importaciones privadas, lo cual mitigó los problemas de

¹⁸ En el primer semestre de 2019 las reservas de oro del BCV se redujeron en 28,9 toneladas, lo cual equivalía al 20,5% del total de esas reservas existentes a fines del año precedente.

desabastecimiento, y permitió la proliferación de comercios al detal de productos foráneos que se transaban en dólares

El proceso de dolarización transaccional se produjo en todo el territorio nacional, particularmente en las zonas urbanas, siendo mucho más intenso en las ciudades fronterizas, como San Cristóbal y Maracaibo, donde el porcentaje de transacciones al detal hechas con divisas superaban el 90%. En otras ciudades importantes del país esa proporción oscilaba entre el 50% y el 65%.¹⁹

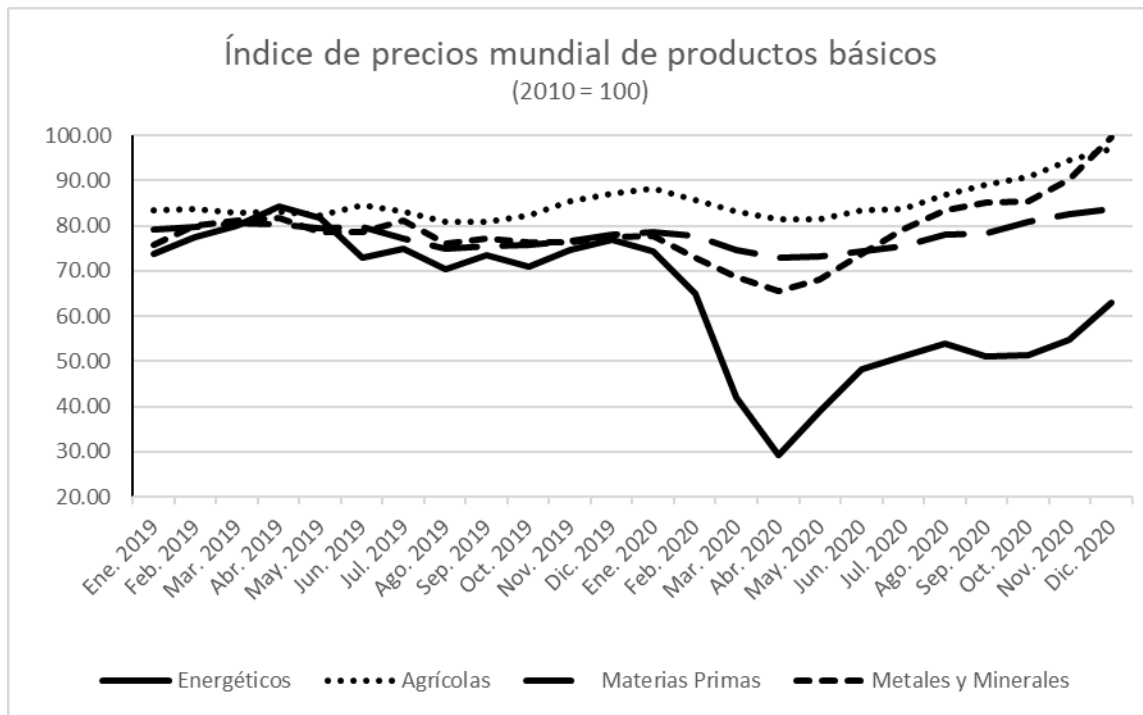
La limitada disponibilidad de divisas del BCV y su imposibilidad de acceder al financiamiento externo debido a las sanciones, generaban restricciones de oferta en el mercado cambiario que presionaban al alza el precio del dólar. Su único instrumento para influir en el mercado cambiario era la restricción monetaria generada por las elevadísimas tasas de encaje requerido a la banca, lo cual hizo que, en un ambiente hiperinflacionario el tipo de cambio aumentara persistentemente a lo largo de todo el año, pero que lo hiciera con menor intensidad que el incremento promedio de los precios de los bienes y servicios. Eso hacía que la sobrevaluación cambiaria persistiera y que la capacidad de compra del dólar en el mercado local disminuyera persistentemente. Cada vez se necesitaban más dólares para comprar la misma cantidad de bienes y servicios.

5.7 2020, Año de pandemia

La reclusión forzosa en el año 2020, generada por la pandemia del Covid 19 tuvo, al igual que en el resto del mundo, unos profundos cambios en la economía venezolana. La severa contracción de los precios petroleros durante el segundo trimestre del año fue más intensa que la sufrida por otros *commodities* a nivel internacional, y su recuperación en los meses que siguieron fue más moderada que la experimentada por el resto de los productos básicos que exportan otros países de la región. Eso, combinado con los deprimidos volúmenes de producción y exportación de petróleo, con la mínima actividad crediticia debido a los altísimos encajes requeridos a la banca, y con la reducción abrupta de la actividad comercial y de otros sectores, contribuyó para que el impacto restrictivo sufrido ese año por Venezuela fuera mucho más intenso que en otras naciones de la región. Mientras que los estimados de contracción de la producción de las principales economías latinoamericanas oscilaron entre 5% y 10%, la de Venezuela estuvo por encima del 30%.

¹⁹ Ver los estudios de campo sobre la dolarización de las transacciones al detal en centros urbanos hechos periódicamente por Ecoanalítica en varios de sus informes periódicos.

Gráfico 6



Fuente: Banco Mundial: World Bank Commodity Price Data (The Pink Sheet)

Múltiples factores se conjugaron para impedir que en Venezuela se pudieran implementar políticas fiscales y monetarias de carácter expansivo que buscaran neutralizar los efectos negativos de la pandemia, como hicieron otros países de la región. Entre esos limitantes se pueden mencionar:²⁰

- La precaria situación de la economía después de siete años de recesión económica y de destrucción del aparato productivo
- La situación de hiperinflación que se vivía desde 2017
- La destrucción de la estructura institucional del país
- La imposibilidad de acceder al financiamiento internacional
- La inexistencia de financiamiento privado local
- La práctica eliminación del crédito bancario debido a las elevadísimas tasas de encaje requerido a las instituciones financieras
- La importante contracción de las remesas enviadas desde el exterior en 2020
- La endeble situación del Banco Central de Venezuela por su exigua disponibilidad de activos internacionales, debido a unos niveles mínimos de reservas internacionales y a la imposibilidad de obtener financiamiento externo.

²⁰ Tomado de Palma (2021)

Todo ello contribuyó, como ya fue dicho, a generar una situación recesiva profunda, que se sumó a la contracción del producto de los años anteriores. Adicionalmente, influyó para que se materializara una altísima inflación, aun cuando no de la intensidad de los dos años previos, debido a que la única fuente de financiamiento disponible de gasto público deficitario era el BCV, con todas sus consecuencias inflacionarias.

Durante el primer semestre del año se produjo una severa escasez de gasolina, producto de la práctica paralización de la estructura refinadora local, y a las dificultades para importar ese producto de otros países, como Irán. Eso forzó a los venezolanos a acudir al mercado negro para obtener ese producto fundamental, donde se tenía que pagar un precio de 2 dólares por litro o más. Esta situación, combinada con la incertidumbre causada por el confinamiento y la alarma de la pandemia, generaron un repunte inflacionario a comienzos del segundo trimestre, particularmente en el sector de alimentos y de salud, así como en el rubro de transporte. Paralelamente, en abril se produjo una inusual subida del tipo de cambio debido a la mayor demanda de divisas que produjo el repunte de las compras de alimentos y el disparatado aumento de la gasolina en el mercado negro. La incertidumbre y expectativas adversas causada por el confinamiento y los posibles efectos de la pandemia, así como por el desplome de los precios petroleros, contribuyó a que los agentes económicos buscaran mecanismos de cobertura, siendo la mayor compra de divisas una de ellas.

A comienzos de abril se eliminaron las tasas diferenciales de encaje requerido a la banca, estableciéndose una tasa única de 93%. Si bien eso significó la eliminación de la tasa marginal de encaje requerido del 100%, aquella unificación ratificó la continuación de una política monetaria severamente restrictiva, entre otras cosas, con el fin de afrontar la hiperinflación existente, y evitar la canalización de recursos hacia el mercado cambiario.

Meses después, a comienzos de junio se ajustaron los precios de la gasolina, estableciéndose un precio subsidiado de 5.000 bolívares soberanos por litro, y otro no subvencionado de 0,50 dólares por litro (en ese momento equivalente a 100.000 bolívares soberanos). Eso acabó con el mito de que el precio de la gasolina era intocable. Quienes eso sostenían, argumentaban que cualquier ajuste que se le hiciera a dicho precio desencadenaría situaciones explosivas. La realidad demostró lo contrario. Después de que las personas tuvieron que pagar montos exorbitantes en el mercado negro por la escasez crítica de combustible que se produjo, la decisión de sincerar los precios fue aceptada y no generó rechazo alguno, a pesar de que los ajustes que estos sufrieron

fueron desproporcionados al comparárseles con los existentes tan solo meses atrás, cuando la gasolina en Venezuela era prácticamente gratuita.

Durante el tercer trimestre y parte del cuarto, los ajustes de las tasas de cambio fueron menos intensos que el aumento de los precios a nivel de consumidor, a pesar de las restricciones de oferta de divisas que se produjeron por los bajos montos de venta de euros del BCV en el mercado cambiario, así como por el desplome de los precios petroleros al iniciarse el confinamiento, y su recuperación menos intensa en los meses que siguieron, en comparación a las de los precios de otros *commodities*. La consecuente apreciación cambiaria implicó que durante esos meses se reiniciara el proceso de aumento en el costo de vida en dólares de los años precedentes.

En noviembre repuntaron las expectativas inflacionarias en respuesta a un incremento de gasto público financiado con emisión monetaria. Ese hecho, combinado con el anuncio de que los créditos bancarios se indexarán al tipo de cambio a través de la denominación de estos préstamos en Unidades de Valor de Crédito Comercial (UVCC), generaron incertidumbre, lo que estimuló la demanda de divisas, haciendo que el tipo de cambio aumentara con fuerza y con mayor intensidad que el índice de precios a nivel de consumidor. Ello revirtió transitoriamente la apreciación cambiaria, para luego retornar ésta en el último mes del año.

5.8 2021 y 2022: Medidas aisladas y más volatilidad cambiaria

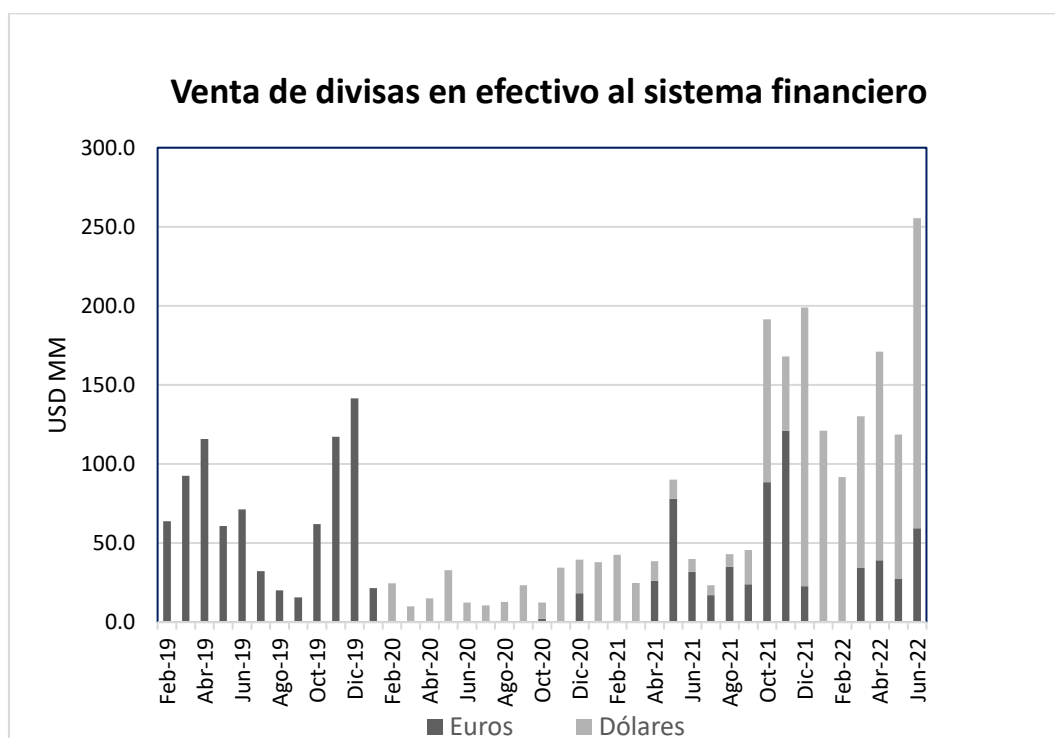
Durante el mes de enero de 2021 se notó una mayor volatilidad cambiaria, producida por la típica reacción de los agentes económicos a cambios en el manejo de la política económica. Ello se debió a la divulgación de dos anuncios del BCV respecto a la actividad crediticia de la banca. El primero fue la reducción del encaje requerido de 93% a 85%, y el segundo fue el aviso de que los créditos bancarios se expresarán en Unidades de Valor Comercial (UVC), lo cual, como ya se dijo, indexan estos préstamos al tipo de cambio. Así, si una empresa obtiene un crédito en bolívares en una determinada fecha, se expresa ese préstamo en UVC, unidad que aumenta en el tiempo con el tipo de cambio. Al vencimiento, el prestatario tendrá que pagar el capital y los intereses expresados en UVC, unidad cuyo valor en bolívares puede ser mucho mayor que en el que tenía al momento de obtener el préstamo debido a la evolución del tipo de cambio oficial durante ese lapso. Con ello busca la autoridad monetaria evitar la demanda de créditos para adquirir divisas con fines especulativos ante la existencia de expectativas de depreciación de la moneda local.

La mayor volatilidad cambiaria de inicios del año 2021 hizo que en enero el aumento del precio del dólar fuese mayor que el incremento de los precios de los bienes y servicios a nivel de

consumidor, reduciendo temporalmente la apreciación de la moneda y el costo de vida local en dólares.

El resto del año, y a lo largo del primer semestre de 2022, se notó, salvo algunas excepciones puntuales, la continuidad del proceso de apreciación cambiaria, debido a incrementos del precio del dólar menos intensos que los aumentos promedio de los precios de los bienes y servicios a nivel de consumidor. El moderado ajuste cambiario ha sido parte de una política antiinflacionaria que se ha venido implementando desde 2020, la cual se caracteriza por el anclaje del tipo de cambio, combinado con una mayor prudencia fiscal y una severa restricción monetaria. Las intervenciones crecientes del BCV en el mercado cambiario a través de la venta de divisas en efectivo a la banca, particularmente desde inicios de 2021, también han jugado un papel clave en el logro del bajo dinamismo de los tipos de cambio.

Gráfico 6



Fuente: Ecoanalítica

En el mes de octubre de 2021 se notó una mayor volatilidad de los tipos de cambio en respuesta a dos acontecimientos que entonces sucedieron. El primero fue la puesta en marcha de la nueva expresión monetaria del bolívar, de acuerdo con la cual se le suprimían seis ceros al bolívar, pasándose de un tipo de cambio oficial de 4.138.617,56 bolívares soberanos por dólar el último

día hábil de septiembre, a otro de 4,1818 de los nuevos «bolívares digitales» a comienzos de octubre. El segundo se produjo el 24 del mismo mes, cuando se aumentó el precio subsidiado de la gasolina en un 1900%, pasando de 0,005 bolívares digitales (5.000 bolívares soberanos) por litro a 0,10 bolívares digitales. Eso se hacía para darle viabilidad a las transacciones de compra de la gasolina, pues de mantenerse el precio anterior no existiría medio de pago para realizar la compra de ese producto fundamental.

El 21 de noviembre se celebraron unas elecciones regionales y municipales en el país, pudiéndose esperar que este hecho generara volatilidad cambiaria, pero no fue así. De hecho, en el período comprendido entre noviembre de 2021 y enero del año siguiente se notó una gran estabilidad del tipo de cambio.

A comienzos de febrero de 2022 se hicieron nuevos anuncios de medidas económicas.

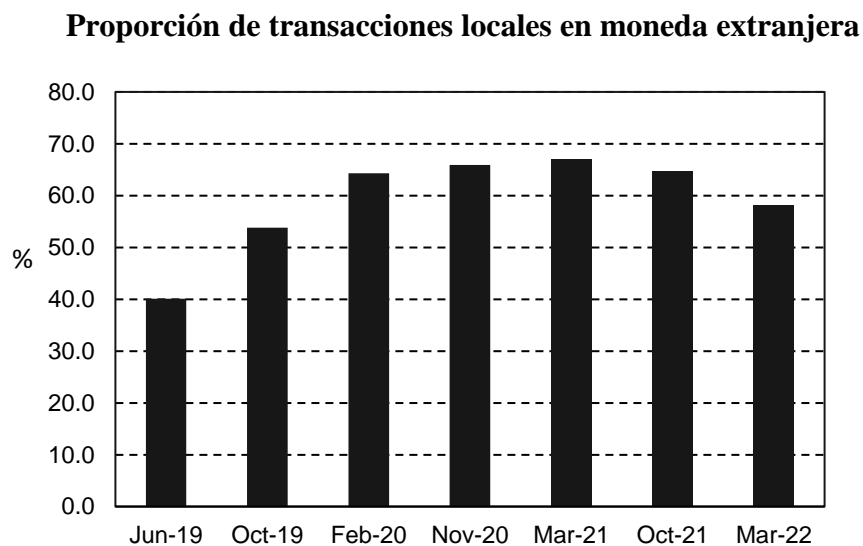
- Se redujo nuevamente el encaje requerido de 85% a 73% con la finalidad de estimular la actividad crediticia, pero todavía dentro de un esquema de restricción monetaria severo
- Se prometió ampliar los límites para el otorgamiento de créditos hasta un 10% de los depósitos en dólares, pero en bolívares indexados
- Se comunicó el incremento de la tasa máxima de créditos en dólares de 10% a 16%
- Se le anunció a la banca las posibilidades de abrir cuentas hasta por 1000 bolívares digitales de forma simplificada.

En las semanas que siguieron a estos anuncios el bolívar se apreció en términos nominales, bajando el tipo de cambio promedio 5% en febrero y 2,6% en marzo, reforzándose así la apreciación cambiaria, y con ella el incremento del costo de vida en dólares, a pesar de la desaceleración de la inflación durante esos meses. La reducción del precio del dólar pudo haber sido producto de una mayor oferta de moneda extranjera en busca de bolívares para cumplir los compromisos de pago de impuesto sobre la renta, así como el repunte de venta de divisas en efectivo del BCV al sistema financiero en el mes de marzo. En abril, el aumento más intenso de la oferta monetaria y de la actividad crediticia de la banca contribuyó para que el dólar aumentara de precio, a pesar del mayor nivel de ventas de divisas del BCV al sistema financiero durante ese mes.

El 1 de abril entró en vigor el nuevo impuesto a las grandes transacciones en dólares, aplicable a los contribuyentes especiales. Este tributo pecha con un 3% el monto de casi todas las transacciones en moneda extranjera que se hagan dentro del territorio nacional, por pequeñas que ellas sean, afectando a prácticamente todos los contribuyentes. La evasión a ese impuesto es alta, sobre todo el

generado por transacciones entre personas naturales, pues las mismas, al tener carácter privado entre las partes, no se reportan. Sin embargo, no es el caso de las transacciones institucionales, que son las de mayor volumen. La aplicación de ese tributo, además de perseguir la generación de mayores ingresos fiscales, busca fortalecer el uso del bolívar como medio de pago en la economía, restándole protagonismo a otras divisas, la estadounidense en particular. Como puede observarse en el próximo gráfico elaborado por Ecoanalítica, semanas de antes de que comenzara la implementación de este nuevo tributo se notó una reducción, aunque moderada, en el proceso de dolarización transaccional que se ha operado en la economía desde 2019.

Gráfico 7



6.0 Conclusiones

Las realidades vividas en Venezuela desde 2020 hasta mediados de 2022, ratifican muchos de los planteamientos que hacíamos en las conclusiones del libro *La política cambiaria en Venezuela. Más de cien años de historia*,²¹ sobre lo que había que hacer para afrontar los múltiples problemas que hoy aquejan al país. Uno de ellos es que en economías en las que se materializan desequilibrios frecuentes e intensos, o en las que se producen *shocks* externos debido a las caídas abruptas de los precios de los *commodities* que exportan, no se pueden implementar regímenes cambiarios con tipos de cambio fijo o muy rígidos por períodos prolongados, pues ello las condena

²¹ Palma (2020: Cap. 18).

a sufrir crisis económicas profundas que estallan cuando aquellas rigideces cambiarias se hacen insostenibles, sobreviniendo salidas masivas de capitales que llevan a devaluaciones masivas, con efectos devastadores.

Ello nos lleva a una primera conclusión relacionada con el proceso de anclaje del tipo de cambio que se ha venido implementando como instrumento para reducir la elevada inflación que se padece. La sobrevaluación que se ha acumulado, combinada con los escasos recursos con los que cuenta el BCV para intervenir activamente en el mercado cambiario, crean una primera inquietud acerca de la sostenibilidad en el tiempo de esa política cambiaria. Ese temor se refuerza por la imposibilidad que tiene el sector público venezolano de tener acceso a los mercados financieros internacionales, y por el hecho de que su fuente tradicional de generación de moneda extranjera —la exportación petrolera— está severamente afectada y limitada.

La segunda conclusión es que, si bien la imposición de controles cambiarios se puede justificar como un mecanismo para afrontar situaciones de salidas masivas de capitales que generan grandes desequilibrios financieros, los mismo deben implementarse por períodos breves, debiendo las autoridades económicas abocarse a corregir cuanto antes los problemas que generaron la fuga de recursos, para que, de esa forma, se puedan eliminar los controles, y cese la hemorragia de fondos. Esto tiene que venir seguido por múltiples esfuerzos y acciones que creen las condiciones para estimular el retorno de capitales y la generación de nuevas inversiones, condiciones básicas para lograr el desarrollo de un sector productivo sólido, competitivo y diversificado. En consecuencia, debe evitarse a toda costa la implementación prolongada de controles cambiarios y de otra índole, como los que se impusieron a partir de 2003 en Venezuela y que se mantuvieron en vigor por más de tres lustros. Ello generó o contribuyó a crear una situación de violación permanente de derechos de toda índole, una corrupción desmesurada, la depauperación de la economía y el empobrecimiento de la población, hasta crear una verdadera crisis humanitaria.²²

Una tercera conclusión está vinculada a los requerimientos con que tiene que contar el país para superar la profunda crisis en la que se encuentra sumido a mediados de 2022, fecha de cierre de este estudio. Uno de esos requisitos es un cuantioso financiamiento externo que permita, por una parte, reforzar las reservas internacionales, las posibilidades de intervenir eficientemente en el mercado cambiario y la capacidad de pago del país y, por la otra, posibilite la implementación de programas sociales eficientes y efectivos que mitiguen los impactos adversos sobre la población

²² Ver Palma (2020 a) y Hernández Delfino (2015).

de menores ingresos que generarán varios componentes y acciones de los programas de ajuste que hay que implementar. Buena parte de ese financiamiento tendrá que venir de varios organismos multilaterales y bilaterales, así como de préstamos de otros gobiernos, quienes también tendrán que ayudar a reducir las cargas financieras que actualmente recaen sobre el Estado venezolano y que no se pueden honrar. Sin embargo, creemos que es muy poco probable que, quienes hoy regentan el gobierno y manejan buena parte de los destinos del país, puedan lograr la generación de esos recursos a través de un manejo eficiente y efectivo de las relaciones con esos organismos y gobiernos.

Los líderes sobre los cuales recaerá la responsabilidad de manejar esas complejas y delicadas relaciones internacionales en el futuro, tendrán que asegurarse de crear las condiciones que permitan desmontar las trabas que en la actualidad impiden el acceso al financiamiento externo. Adicionalmente, tienen generar un clima de confianza y de seguridad para los inversionistas, tanto locales como extranjeros, requisitos fundamentales para que se materialicen múltiples inversiones que hoy se requieren.

El logro de esa realidad exige la materialización de una serie de condiciones que van mucho más allá del levantamiento de las sanciones que hoy recaen sobre Venezuela. Si bien la suspensión de esas penalidades es necesaria para, en primer término, aliviar las penurias y consecuencias negativas que las mismas generan sobre la población y, en segundo término, eliminar un obstáculo que hoy impide el acceso a los mercados internacionales, tanto financieros como reales, es necesario que se hagan realidad muchas otras condiciones fundamentales. Es esencial, entre otras cosas, que se restablezca el Estado de derecho, que haya instituciones sólidas, que se definan reglas de juego claras, coherentes, creíbles y sostenibles, y que existan las condiciones para que las mismas se apliquen, defendiendo los derechos de todos y penalizando a quienes las incumplan.

La implementación exitosa de un plan de desarrollo sustentable en el tiempo requiere el estímulo permanente a la inversión, tanto local como foránea. En otras palabras, es necesario que se respete el estamento legal, que se implementen políticas públicas racionales y coherentes, y se promueva la libre iniciativa.

En ese proceso le toca jugar al Estado un papel protagónico, pero acotado a una serie de funciones que le son propias, compartiendo con el resto de la sociedad civil responsabilidades y acciones que busquen el acceso de toda la población a un sistema educativo y sanitario de primer nivel, el desarrollo y expansión de unos servicios públicos óptimos, la satisfacción de las

necesidades de vivienda, y el desarrollo de una infraestructura de primer nivel. Todo ello debe hacerse dentro de un marco que promueva los valores y principios éticos y la superación del ser humano a través del esfuerzo propio y la autoestima.

Dudo que quienes hoy ejercen las funciones de gobierno puedan liderar ese proceso de cambio fundamental. Por el contrario, las pésimas políticas públicas implementadas, la irresponsable emisión de la cuantiosa deuda externa que hoy no se puede honrar, la enorme corrupción que han permitido y fomentado, la destrucción del aparato productivo local, incluyendo a PDVSA, y la imperdonable depauperación de la población hasta crear la crisis humanitaria que actualmente se padece, llevan a la conclusión de que, quienes detentan el poder, no serían capaces de liderar el proceso de cambio que se requiere.

Por el contrario, hoy están entrampados por las trágicas realidades que ellos mismos generaron. Cualquier acción o política que implementan tropieza con obstáculos y restricciones que las hacen inviables, profundizando en muchos casos los problemas o consecuencias que se quieren solventar.

Un ejemplo de ello es la política antiinflacionaria que se ha estado implementando recientemente, la cual, si bien ha mitigado la inflación en los meses recientes, su sostenibilidad y posibilidades de éxito futuro son muy limitados. Ésta se fundamenta en tres componentes. El primero es una política cambiaria distorsionada, con un anclaje del tipo de cambio que ha creado una apreciación muy alta de la moneda y que, de continuar, conducirá a una inevitable devaluación mayor, con consecuencia muy adversas. Un segundo componente es una política monetaria severamente restrictiva que está afectando profundamente al sistema financiero, y cuyas posibilidades de flexibilización son muy limitadas, pues generan expansiones de la oferta monetaria que se canalizan al mercado cambiario, presionando al alza el tipo de cambio y los precios a nivel de consumidor. El tercer componente es una política fiscal afectada por una escasez crítica de ingresos públicos y por unas demandas crecientes de gasto que, al final, generan déficits públicos cuya única opción de financiamiento es el BCV, produciendo expansiones monetarias altamente inflacionarias. En otras palabras, la política antiinflacionaria es incompleta y adolece de una serie de imperfecciones, que le impiden o limitan alcanzar el objetivo deseado.

Tareas difíciles y severos retos tenemos por delante. Su solución y manejo es complejo y problemático, pero hay que actuar, pues las dificultades que nos aquejan así lo demandan.

Bibliografía

- Campos, María I. – Torres, José C. – Villegas, Esmeralda (2006): *The Credibility of the Venezuela Crawling-band System*. **Revista de Economía del Rosario**, 9 (2): Diciembre, pp. 111-123.
- Corrales, Javier (2000): *Reform-Lagging States and the Question of Devaluation: Venezuela's Response to the Exogenous Shocks of 1997-98*. En Wise, C. – Roett, R. (Edts.): **Exchange Rate Politics in Latin America**. Washington D.C.: Brookings Institution Press, pp. 123-158.
- Dornbusch, Rudiger (1976): *Expectations and Exchange Rate Dynamics*. **Journal of Political Economy**, Vol. 84, No. 6, December, pp. 1161-1176.
- Ecoanalítica (varios): **Coyuntura cambiaria**. Caracas.
- (varios): **Inflación subyacente y tipos de cambio**. Caracas.
- (varios): **Informe de perspectivas**. Caracas.
- (varios): **Informe semanal**. Caracas.
- García, Gustavo – Rodríguez, Rafael – Salvato, S. (1998): **Lecciones de la Crisis Bancaria de Venezuela**. Caracas: Ediciones IESA.
- Guerra, José – Pineda, Julio (2000): **Trayectoria de la política cambiaria en Venezuela**. Caracas: Banco Central de Venezuela, febrero.
- Hernández Delfino, Carlos (1996): **Banking crisis in Venezuela. Lessons from experience**. Caracas. (Mimeografía).
- (2015): **Los controles de cambio en Venezuela**. Caracas: Prodavinci. Varios.
- Krivoy, Ruth (2002): **Colapso. La crisis bancaria venezolana de 1994**. Caracas: Ediciones IESA, CAF y Group of Thirty.
- MetroEconómica (varios): **Informe Mensual**. Caracas.
- (varios): **Reporte General**. Caracas.
- Palma, Pedro A. (1989): *La Economía Venezolana en 1989*. **Informe Mensual**. Caracas: MetroEconómica, Vol. VIII, No. 12, diciembre. Reproducido en Palma, P.A., Rodríguez, C. y Barcia Arufe, J. (compiladores): **Ensayos sobre la Economía Venezolana**. Caracas: MetroEconómica. 2003, pp. 325-352.
- (1999): *La Economía Venezolana en el Quinquenio 1994-1998: De Una Crisis a Otra*. **Nueva Economía**, Año VIII, No. 12, abril. Caracas: Academia Nacional de Ciencias Económicas, pp. 97-158.

- (2013): *Tsunamis cambiarios*. En Academia Nacional de Ciencias Económicas **Coloquio «Alberto Adriani» sobre Política Económica: Tiempos de Cambio**. Caracas. Pp.97-129.
- (2020): **La política cambiaria en Venezuela. Más de cien años de historia**. Caracas: Editorial Jurídica Venezolana y Ediciones IESA.
- (2020 a): *El control cambiario entre 2003 y 2018. Mecanismo para subyugar, corromper y destruir*. En Gratius, S. y Puente, J. M. **Venezuela en la encrucijada. Radiografía de un colapso**. Caracas: abediciones, Ediciones IESA y Konrad Adenauer Stiftung, pp. 197-219.
- (2021) *Implicaciones de la pandemia en la economía global y nacional*. **Boletín de la Academia Nacional de Ciencias Físicas, Matemáticas y Naturales**, Vol. LXXXI, No. 2, Número especial COVID-19. Caracas. Pp. 41-48.
- Palma, Pedro A. – Rodríguez, Cristina (1997): **Sustainability of Adjustments Plans and Economic Reforms: The Venezuelan Case**. New York: The Americas Society. (Mimeografía).
- Rodríguez, Cristina (2002): *Algunas reflexiones sobre la crisis financiera venezolana del año 1994. Sus causas y consecuencias*. En MetroEconómica: **Informe Mensual**, febrero. Reproducido en Palma, P. A. – Rodríguez, C. y Barcia Arufe, J. (compiladores): **Ensayos sobre la economía venezolana**. Caracas: MetroEconómica. 2003, pp.179-198.
- Rodríguez, Miguel (2002): **El Impacto de la Política Económica en el Proceso de Desarrollo Venezolano**. Caracas. (Mimeografía).