

POLITICA CAMBIARIA EN VENEZUELA

FERULLO Sergio

INTRODUCCIÓN

Históricamente las políticas cambiarias en Venezuela no eran de mucha importancia, dado que la mayor parte del siglo pasado las fluctuaciones del tipo de cambio no iban más allá de un 10 o 15% tanto a la baja como a la alza. Durante 80 años la tasa de cambio nunca cayó por debajo de cinco bolívares en su intercambio con el dólar y el tipo de cambio estuvo oscilando entre 3,35 y 4,50 Bs./\$ por casi 60 años.

Pero a partir de la década de 1.980 y hasta la actualidad el tema cambiario a pasado ha ser primordial a la hora de revisar o realizar cualquier política económica. En este período los Gobiernos de turno han adoptado regímenes y políticas cambiarias muy diversas, pasando de regímenes de tipo de cambio fijo a flexibles, incluyendo todo tipo de modalidades de estos sistemas. Un ejemplo de esto es que en los últimos 2 años se ha pasado de tipo de cambio flexible con flotación sucia o sistema de bandas, luego a tipo de cambio flexible con libre flotación y, en la actualidad, un régimen de tipo de cambio fijo con control de cambio.

En este trabajo se tratará de estudiar las razones y las consecuencias de la implementación del régimen de tipo de cambio fijo con control de cambio y principalmente dará respuesta a la reacción de tipo de cambio frente a:

- Un incremento de los precios del petróleo.
- Permanencia del Déficit Fiscal.
- Una caída en la rentabilidad de las inversiones.

ANTECEDENTES

A continuación se dará un breve recorrido de lo que ha pasado en Venezuela en los últimos 40 años en materia económica y principalmente en lo referente a los tipos de cambios, pasando y analizando variables tan importantes como la inflación y el déficit fiscal.

Tipo de Cambio Fijo: 1964-1983

Tras la remoción del control de cambios impuesto a finales de 1960, entre enero de 1964 y febrero de 1983 Venezuela mantuvo un régimen de tipo de cambio fijo con libertad irrestricta a los movimientos de capital. Durante la mayor parte de este período, la economía disfrutó de tasas de inflación excepcionalmente bajas, alto crecimiento económico y una balanza en cuenta corriente relativamente favorable, como se evidencia del Cuadro 1.

Cuadro 1: Indicadores Macroeconómicos

	PIB (Variación %)	Tasa de Inflación (%)	Saldo en Cuenta Corriente (Mill. US\$)
1965	5,9	1,7	44
1966	2,3	1,8	26
1967	4,0	0,0	169
1968	5,2	1,3	-193
1969	4,5	2,4	-220
1970	7,1	1,0	-104
1971	3,3	3,2	-11
1972	3,0	2,8	-101
1973	6,7	4,1	877
1974	5,8	8,3	5760
1975	5,2	10,2	2272
1976	7,8	7,6	254
1977	6,7	7,8	-3179
1978	2,1	7,1	-5735
1979	1,3	12,4	350
1980	-2,0	21,5	4728
1981	-0,3	16,0	4000
1982	-0,7	9,7	-4246

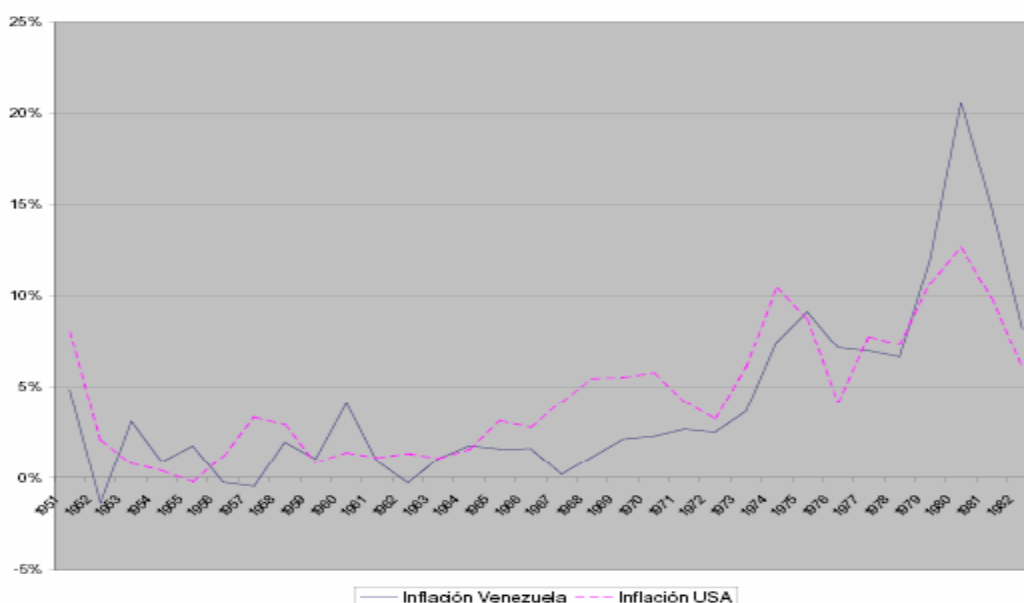
Fuente:BCV

Cabe apuntar que si bien es cierto que en promedio los indicadores citados mostraron signos positivos, después de 1974 se aprecia un deterioro importante en términos de inflación, en tanto que la cuenta corriente experimenta un déficit de 15% del PIB en 1978. A comienzos de los ochenta era evidente el desmejoramiento de la situación macroeconómica, en particular del sector externo, no obstante los extraordinarios aumentos de los ingresos petroleros, a raíz de la revolución iraní.

A la luz del desempeño de la economía durante el lapso de vigencia de la fijación del tipo de cambio, resulta conveniente analizar si el comportamiento de algunas variables replicó los efectos atribuibles al régimen de cambio fijo y las razones que condujeron al abandono del esquema de paridad fija en febrero de 1983.

Una de las principales virtudes que se atribuye al esquema de tipo de cambio fijo es que la tasa de inflación doméstica tiende a coincidir con la del país con el cual se determina el tipo de cambio. Desde una perspectiva de largo plazo, según se aprecia en el Gráfico 1, hasta 1979 las tasas de inflación de Venezuela y Estados Unidos tendieron a moverse de manera conjunta con índices inflacionarios promedios entre 1951 y 1979 de 2,98% y 3,98%, respectivamente. Esto sugiere que no solamente la economía venezolana reflejaba la disciplina financiera de los Estados Unidos, sino también que internamente prevalecía en alguna medida un compromiso por mantener los precios bajo control, con todas las salvedades del caso dado el tono de la política macroeconómica a partir de 1974, cuando las autoridades económicas privilegiaron la consecución de altas tasas de crecimiento como objetivo fundamental de la política económica.

Gráfico 1. Tasas de Inflación en Estados Unidos y Venezuela.

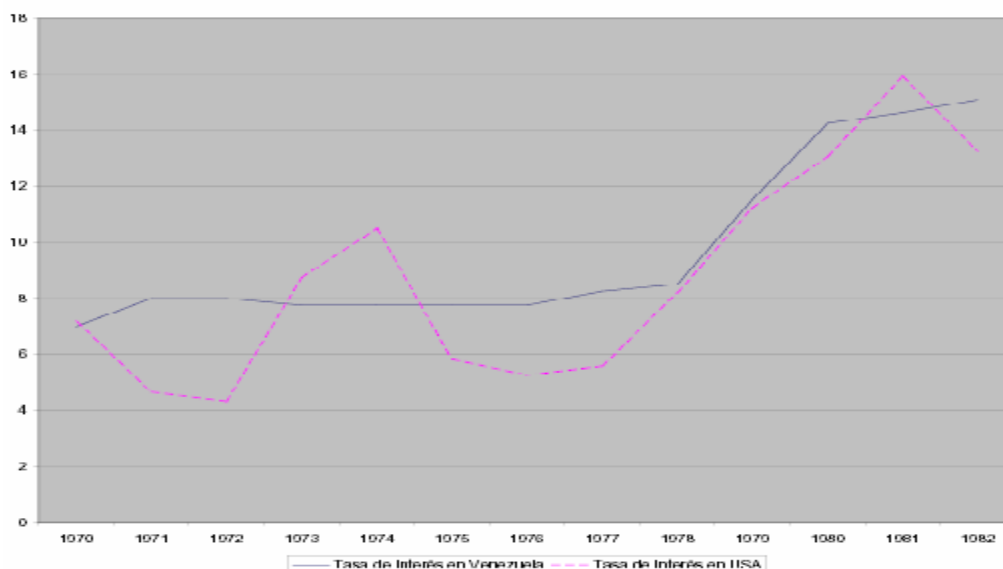


Durante 1974-78, el tipo de cambio continuó fungiendo como ancla nominal de los precios y la inflación interna permaneció en el entorno de la internacional a costa de la acumulación de un nivel de deuda externa cada vez mayor que hacía posible que las reservas internacionales no reflejaran totalmente el desequilibrio subyacente entre la expansión monetaria y la demanda por dinero. A pesar de que parte importante de ese desequilibrio se drenaba a través del sector externo, la inflación se aceleró durante ese período debido al efecto real del gasto sobre el ingreso y los precios y además por la considerable participación de los bienes no transables en el gasto del gobierno.

Las presiones de demanda sobre los precios se hicieron evidentes a partir de 1979 cuando se avanzó hacia un esquema de desregulación de la economía. Luego del salto inflacionario de 1980, la variación de precios tendió a seguir la pauta de la inflación estadounidense con tasas decrecientes hasta 1982, lo cual era posible por la filtración de los desequilibrios monetarios mediante una pérdida sostenida de reservas internacionales, no obstante los inlujos de deuda externa que recibió la economía venezolana entre 1979 y 1982. Esto sugiere que la diferencia observada entre las tasas de inflación de Venezuela y los Estados Unidos comienza a gestarse durante el lapso de vigencia del tipo de cambio fijo y se profundiza luego de su colapso, cuando las reservas no pudieron continuar apoyando el anclaje cambiario.

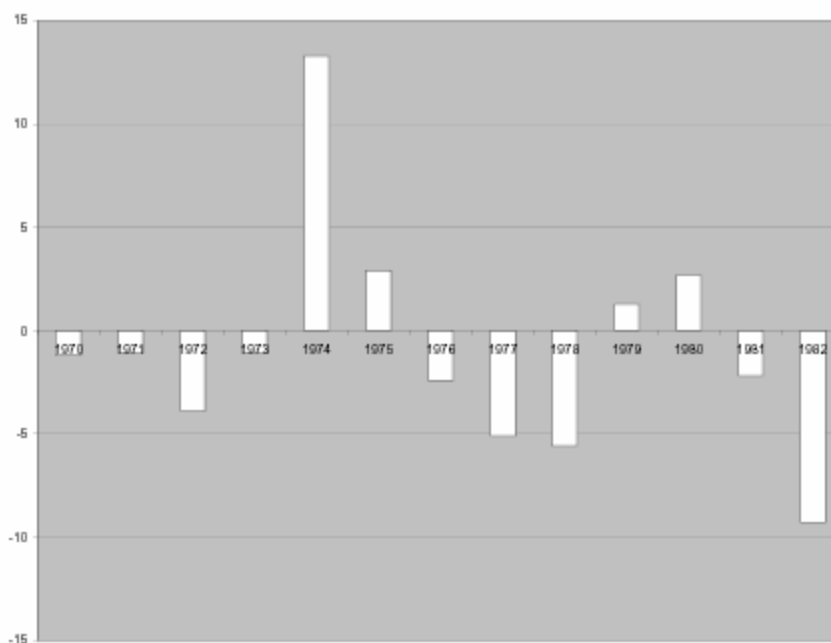
En lo relativo a las tasas de interés, a pesar de las fuertes regulaciones en el mercado financiero venezolano, la información disponible permite concluir que mientras estuvo en vigencia el esquema de tipo de cambio fijo, las tasas de interés internas y externas guardaron una estrecha correlación, aunque desde de los ochenta el diferencial de tasas se amplía considerablemente, resultado tanto de los efectos de la política antiinflacionaria de los Estados Unidos como de la liberación de las tasas en el mercado monetario interno y la persistencia de los desequilibrios internos, reflejados en altas expectativas de devaluación.

Gráfico 2. Tasas de Interés de Estados Unidos y Venezuela.



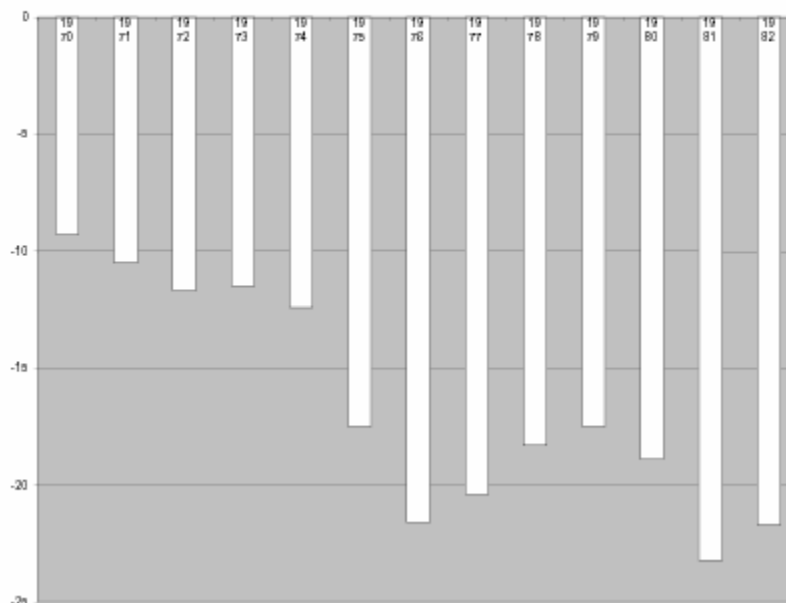
Uno de los aspectos cruciales en el diseño de un esquema de tipo de cambio fijo es el referido al comportamiento de las cuentas fiscales. Se ha argumentado que una de las propiedades del sistema de cambio fijo es que su instrumentación tiene un efecto disciplinante sobre la política monetaria y fiscal, por cuanto gestiones macroeconómicas expansivas resultan inconsistentes con el sostenimiento del tipo de cambio fijo. Una forma de evaluar la calidad de la política macroeconómica es observando la trayectoria del déficit fiscal, medido respecto al tamaño de la economía. La inspección del Gráfico 3 permite aseverar que la existencia del régimen de tipo de cambio fijo no evitó que el sector público incurriera en desequilibrio fiscal; para una muestra de trece años, 1970-1982, en nueve de ellos las finanzas públicas cerraron con cifras negativas y en los años en los cuales no se reflejaron déficits, 1974, 1975, 1979 y 1980, ello obedeció al auge petrolero causado por una coyuntura internacional favorable antes que a un manejo prudente de la política fiscal.

Gráfico 3: Déficit del Sector Público como Porcentaje del PIB.



Conceptos de déficit fiscal más pertinentes para el caso de Venezuela como el déficit interno arrojan resultados que ponen en evidencia la naturaleza y magnitud del problema fiscal. Entre 1970 y 1982, el déficit interno siempre se situó en niveles elevados, según los patrones de comparación internacional, alcanzando su menor valor en 1970 (9,3% del PIB) y su cota superior en 1981 (23,2% del PIB), tal como se exhibe en el Gráfico 4.

Gráfico 4: Déficit Interno como Porcentaje del PIB



En síntesis, de la información relativa a las finanzas públicas anteriormente comentada, puede inferirse que la inconsistencia de la política fiscal con el mantenimiento del tipo de cambio fijo se ocultaba mediante influjos de capital producto del endeudamiento del sector público que hacía posible mantener una posición de activos externos aparentemente holgada. Cuando esos flujos se detuvieron o revirtieron, se hizo evidente la fragilidad de la política cambiaria seguida hasta entonces.

Como soporte adicional a la afirmación del carácter expansivo de la política fiscal, puede citarse que las tasas de crecimiento promedio de la demanda agregada del sector público durante esos períodos sobrepasaron con creces tanto las del crecimiento tendencial de la economía como las del producto efectivo. Esto sugiere que, en efecto, se estaba en presencia de una política fiscal claramente expansionista que en algún momento comprometería la estabilidad cambiaria.

La crisis de balanza de pagos que se gestó entre 1979 y 1982 se expresó con toda su intensidad en febrero de 1983. La combinación de altos niveles de inflación internos, considerablemente superiores a los internacionales durante tres años consecutivos, la disminución de las reservas internacionales, no obstante la centralización de los activos externos de PDVSA y el FIV en el BCV, así como la revalorización de las tenencias de oro para fortalecer las reservas y, en general, una política fiscal y monetaria de corte expansivo, le restaron credibilidad al sostenimiento del tipo de cambio fijo, lo cual desató un ataque especulativo durante el segundo semestre de 1982 que culminó en el colapso del arreglo cambiario, una vez que el BCV había perdido más del 40% de su acervo de reservas

internacionales. A lo anterior se adicionaron como agravantes, el estallido de la crisis de la deuda mexicana y la reducción de los precios del petróleo, lo que profundizó las salidas de capital y exacerbó las expectativas de devaluación y que finalmente se tradujo en un abandono del esquema de tipo de cambio fijo y en la adopción de un sistema de control de cambios en febrero de 1983.

Queda como experiencia de las reflexiones y de las evidencias anteriormente expuestas, que el tipo de cambio fijo *per se* no es un aval para la consecución del equilibrio fiscal ni para que las tasas de inflación internas y externas converjan. Antes bien, puede inferirse que arreglos institucionales en el área fiscal que atiendan el asunto de la solvencia intertemporal de las cuentas del sector público son determinantes para que un esquema cambiario de paridad fija sea sostenible. La credibilidad requerida para fijar el tipo de cambio debe laborarse con base en la disciplina financiera interna, con cambios estructurales que remuevan el sesgo al endeudamiento y al déficit en la gestión presupuestaria y reforzando la misión del BCV como garante de la estabilidad de precios y no exclusivamente intentando importar la reputación antiinflacionaria de la Reserva Federal o de cualquier otro banco central adverso a la inflación.

Control de Cambios: 1983-1989

Durante 1983, una vez instaurado el control de cambios, la política económica consistió en una combinación de expansión fiscal con laxitud monetaria para evitar una mayor contracción de la economía y preservar los niveles de empleo (BCV 1983). De esta manera, los objetivos antiinflacionarios y de restauración del equilibrio externo se remitieron a la imposición de medidas administrativas de racionamiento de divisas y control de precios.

El control de cambios se basó en la definición de dos tipos preferenciales, Bs./US\$ 4,30 y Bs./Us\$ 6,00, y una tasa de cambio libre. Las dos primeras tasas cubrían las importaciones calificadas como esenciales y el servicio de deuda externa mientras que a la tasa del mercado libre tenían lugar el resto de las transacciones de la economía. El sostenimiento de la paridad sobrevaluada de Bs./US\$ 4,30 fue concebido como el principal instrumento antiinflacionario, toda vez que el tono de la política fiscal y monetaria no permitía anticipar una contribución contra la inflación. Como soporte al tipo de cambio, se decretó un control de precios durante seis meses, para posteriormente poner en marcha un sistema de precios administrados que reconocía los ajustes derivados del cambio en la paridad preferencial.

El año 1983 fue un año de transición debido a la realización de las elecciones nacionales y a las expectativas de un cambio de política económica dado, los resultados desfavorables en términos de actividad económica y expectativas de devaluación no obstante que la inflación disminuyó ligeramente y la cuenta corriente mostró un saldo superavitario, atribuible a los efectos iniciales restrictivos del control de cambios sobre los egresos de divisas.

En el Cuadro 2 se resumen los principales indicadores macroeconómicos del período. Se puede inferir la pérdida de eficacia de los controles para mantener la inflación al tiempo que se aprecia un importante deterioro de la cuenta corriente.

Cuadro 2: Indicadores Macroeconómicos

	PIB (Variación %)	Tasa de Inflación	Cuenta Corriente (Mill. US\$)	Déficit Fiscal (% del PIB)	Diferencial Cambiario (%)
1983	-5.6	7.20	4427	-5.8	130
1984	-1.1	19.2	4651	2.1	81
1985	0.2	11.4	3327	0.0	96
1986	5.6	12.7	-2245	-7.5	37
1987	3.6	40.3	-1390	-5.9	93
1988	5.8	35.5	-5809	-9.3	132

Fuente: BCV: Informes Económicos.

La administración que se inaugura en 1984 mantiene las bases de la política cambiaria diseñada en febrero de 1983, introduciendo rigidez o flexibilidad según la disponibilidad de divisas. Durante el lapso Marzo 1984- Diciembre 1988 se pueden distinguir dos periodos: el comprendido entre 1984 y 1985 y el que va desde 1986 a 1988. El primero se caracterizó por un intento de aplicar medidas de ajustes encaminadas a eliminar el déficit de la gestión financiera del sector público, mejorar la competitividad de la economía y mitigar el impacto de la devaluación sobre los precios. Ello implicó la realización de una devaluación de 41% al definirse una nueva tasa de cambio preferencial de Bs./US\$ 7,50 y traspasarse a esa nueva cotización la gran mayoría de las importaciones que antes se negociaban a la tasa de Bs./US\$ 4,30 y la totalidad de las efectuadas a Bs./US\$ 6,00. Paralelamente, el gobierno realizó una reducción importante de gastos que en conjunción con la mejoría de los ingresos fiscales producto de la devaluación, se tradujeron en un superávit fiscal de 2,1 del PIB en 1984.

El sistema de precios administrados adquirió una nueva dimensión con la sanción de la Ley de Costos, Precios y Salarios, mediante la cual se establecía un complicado sistema de corrección de los precios de los bienes y los salarios. En lo referente a la política monetaria, el evento más importante lo constituyó la decisión de retomar la fijación de la tasa de interés por parte del BCV, lo que permitió instrumentar una política monetaria de corte expansivo.

Durante el segundo lapso, 1986-1988, la política fiscal y monetaria se orientan al objetivo de reanimar la economía para lo cual se comenzó a instrumentar el plan nacional de inversiones y se disminuyeron la tasa de redescuento del BCV y las tasas de interés del mercado monetario. El intento de reactivar la economía enfrentó en 1986 la disminución del precio del petróleo (47%) lo que llevó a las autoridades a devaluar el tipo de cambio

preferencial a finales de 1986 desde Bs./US\$ 7,50 hasta Bs./US\$ 14,50 y trasladar hacia esa cotización las importaciones que anteriormente se transaban a la tasa de Bs./US\$ 7,50.

Durante 1986, 1987 y 1988 ciertamente la economía refleja tasas de crecimiento considerables, particularmente en el sector no petrolero aunque esa expansión estaba acompañada de déficits crecientes en las cuentas externas, aceleración de la inflación y expectativas de devaluación, todo lo cual comprometería a futuro las posibilidades de crecimiento.

Los efectos de la corrección del tipo de cambio en diciembre de 1986 se expresaron en 1987 al triplicarse la inflación. El carácter expansivo de la política fiscal profundizaba las expectativas inflacionarias a lo cual las autoridades respondieron reforzando los controles mediante la ampliación de la lista de bienes cubiertos por el sistema de precios administrados. En 1988 se acrecentó la demanda por las divisas otorgadas a la tasa preferencial de Bs./US\$ 14,50 como consecuencia del amplio diferencial cambiario que reflejaba la percepción del mercado acerca del verdadero valor del tipo de cambio. Los compromisos de otorgamiento de divisas a la tasa preferencial y el reconocimiento de la deuda externa privada, comprometieron severamente la posición de activos externos.

La concurrencia de un déficit fiscal de 7,8% del PIB y de cuenta corriente equivalente a 9,1% del PIB, conjuntamente con la ampliación del diferencial cambiario hasta 132%, permitía anticipar un colapso de balanza de pagos a finales de 1988 con el consecuente cambio de régimen. Este cambio se materializó en febrero de 1989 cuando se instrumentó un programa de ajuste con el FMI que implicó la adopción de un esquema de flotación del tipo de cambio.

Flotación Cambiaria: 1989-1992

La flotación del tipo de cambio fue apoyada con medidas de restricción monetaria y fiscal encaminadas a moderar los efectos inflacionarios del levantamiento de los controles cambiarios y de precios. Durante 1989, tanto la base monetaria como M2 acusaron disminuciones producto de la contracción monetaria que propició el BCV mediante un alza importante de la tasa de interés. La mejora sustancial de las cuentas fiscales es atribuible fundamentalmente a las ganancias de ingresos que produjo la devaluación (10,4% del PIB) y en menor medida a una reducción del gasto. Sin embargo, el marcado retardo en la aprobación de leyes fiscales como la que creaba el IVA, por ejemplo, restringieron considerablemente las posibilidades de emprender un ajuste fiscal de la magnitud requerida y con ello descargar la política monetaria de todo el peso del ajuste que implicaba aumentos permanentes de la tasa de interés.

Al cierre de 1989 la economía mostró un salto de la inflación conjuntamente de una fuerte recesión, causada en parte por el shock de oferta que representó la corrección instantánea de los desajustes cambiarios y la consiguiente devaluación. Posteriormente, la economía retomó una senda de expansión acompañada de un descenso de la inflación, como se deduce del Cuadro 3.

Cuadro 3: Indicadores Macroeconómicos

	PIB (Variación %)	Tasa de Inflación (%)	Cuenta Corriente (Mill. US\$)	Déficit Fiscal (% del PIB)
1989	-8.6	84.6	2161	-1.1
1990	6.5	40.7	8279	0.2
1991	9.7	34.2	1736	0.6
1992	6.1	31.4	-3365	-5.8

Fuente: BCV

La fuerte contracción de la economía en 1989 propició un viraje de la política fiscal en 1990 procurando estimular el crecimiento económico en tanto que la política monetaria conservaba su perfil contractivo intentando controlar las presiones inflacionarias. La mejora en la situación fiscal y en las cuentas externas se debió en esta ocasión a las condiciones favorables del mercado petrolero a raíz de la guerra del Golfo Pérsico. Ello abrió espacios para aumentar el gasto público que, conjuntamente con los incrementos del gasto privado, movió la economía de la fase recesiva en que se encontraba.

La política cambiaria se mantuvo sin modificaciones importantes durante 1991. La acción expansiva del gasto prosiguió durante ese año lo que llevó al Banco Central a profundizar su política restrictiva con el objeto de evitar un rebrote inflacionario, todo lo cual se tradujo en aumentos de la tasa de interés que en de aumento importante del crédito, significaba un deterioro para la cartera del sistema financiero.

En 1992 tiene lugar un shock político fundamental que repercutió en la política macroeconómica. En primer lugar, la política fiscal se tornó aún más expansiva como resultado de la presión social creada tras el intento de golpe de estado en febrero. En segundo lugar, la política monetaria profundizó su carácter restrictivo intentando que la inflación no se acelerara por el efecto de la gestión fiscal. Como resultado de lo anterior, la tasa real de interés activa acusó un aumento pronunciado situándose en el entorno del 10%.

Finalmente, la política cambiaria privilegió el sostenimiento del tipo de cambio para que éste evolucionara sin sobresaltos dado la gran incertidumbre política existente.

El viraje en política cambiaria ocurrió en octubre de 1992 al adoptarse un esquema de minidevaluaciones para permitir un deslizamiento suave del tipo de cambio que preservara la competitividad del sector transable. Sin embargo, otro shock político en noviembre de 1992 motivó que el Banco Central defendiera la política de ajuste gradual del tipo de cambio mediante fuertes intervenciones en el mercado cambiario y alzas de la tasa de interés. Al concluir 1992 reaparecieron los déficits fiscal y de cuenta corriente en tanto que el crecimiento de la economía disminuyó en buena parte debido a la incertidumbre política.

En 1993 se profundizó el clima de inestabilidad y, aunque se mantiene el esquema de minidevaluaciones, el BCV se ve forzado a acentuar su intervención en el mercado cambiario y monetario, lo que se expresó en aumentos de la tasa de interés real lo cual, en un nuevo ciclo caracterizado por la recesión, repercutió sobre la calidad de la cartera del sistema financiero.

Minidevaluaciones: 1992 (Octubre)-1994 (Junio)

Aunque a lo largo de 1993 la política cambiaria de minidevaluaciones requirió que el Banco Central interviniera activamente en el mercado monetario y cambiario para mantener la estabilidad de la cotización, fue durante los primeros cinco meses de 1994 cuando la incertidumbre, la irrupción de la crisis financiera y la falta de definiciones precisas en materia de política económica por parte de la administración que asumió en febrero de 1994, se hicieron sentir sobre las cuentas externas.

La situación fiscal a comienzos de 1994 lucía muy comprometida por la disminución de los precios del petróleo y por el anuncio del nuevo gobierno de suspender la aplicación del IVA que había empezado en 1993 como parte de las medidas de emergencia aprobadas ese año. Cuentas fiscales deficitarias, el efecto sobre la economía de tasas de interés reales pronunciadamente positivas y el cierre del segundo banco comercial más importante que luego desencadenaría una crisis bancaria, exacerbaron las expectativas negativas sobre la sostenibilidad del acuerdo cambiario. Adicionalmente, la inestabilidad del sistema bancario y el financiamiento monetario de la crisis financiera, propiciaron una corrida de depósitos que cuestionó la capacidad del Instituto Emisor para defender el sistema de minidevaluaciones.

El BCV, en defensa del tipo de cambio, aplicó una política monetaria restrictiva intentando absorber el exceso de dinero con motivo del rescate de los bancos con problemas de liquidez. Ello complementó la introducción de un esquema de subasta que

pretendía calmar el exceso de demanda de divisas en el mercado. Así, el 3 de mayo se implanta el sistema de subasta simple que posteriormente dio paso a la subasta holandesa con el objeto de preservar el sistema de minidevaluaciones. Estas modalidades de política cambiaria resultaban totalmente inefectivas ante la magnitud de la crisis financiera, la cual se profundizó a mediados de junio de 1994 con la intervención de ocho bancos que abarcaban aproximadamente 25% de los depósitos.

Las presiones inflacionarias se potenciaron alcanzando la tasa de inflación mensual en junio de 1994, 9%, lo que significaba que la economía podía afrontar el inicio de un proceso hiperinflacionario.

Como resultado de la crisis financiera, se potenció la demanda de activos externos en medio de un esquema de política que priorizaba un deslizamiento suave del tipo de cambio, lo que causó al BCV una pérdida de reservas internacionales de más de US\$ 3.790 millones, equivalente a 45% del acervo total. En ese contexto, se abandonó el esquema de minidevaluaciones y se adoptaron un conjunto de medidas de emergencia en los aspectos cambiarios y de precios que llevaron a la aplicación de un control de cambios integral en julio de 1994.

Control de Cambios: 1994 (Julio)- 1996 (Julio)

La continua pérdida de reservas internacionales durante junio motivó el cierre del mercado cambiario entre el 27 de junio y el 9 de julio de 1994, una vez agotados los esfuerzos por detener las salidas de capital en el contexto del esquema de minidevaluaciones. Conviene destacar que el anuncio de control de cambios no fue hecho como parte de un programa económico para restituir los equilibrios, en particular el de las cuentas fiscales, sino más bien como medidas de urgencia para ganar tiempo vista la agudización de la crisis financiera y situación desfavorable de las expectativas.

Se instrumentó un control de cambios integral según el cual todas las transacciones, tanto corrientes como financieras, estaban cubiertas por una tasa de cambio única y la asignación de las divisas quedó a cargo de una junta donde participaban el BCV y el Gobierno Nacional. Este organismo suministraba divisas para las transacciones corrientes, el servicio de la deuda pública y privada, gastos de viajeros y remesas. Quedaron fuera de la asignación de divisas las transacciones de capital vinculadas a la adquisición de activos financieros por parte del sector privado.

La tasa de cambio oficial fue de BS/US\$ 170 lo que significó una devaluación de 23% respecto al tipo de cambio promedio de mayo de 1994. No se contempló la posibilidad de un mercado de cambios paralelo para quienes no pudiesen acceder a las divisas oficiales. Como era de esperar, fue apareciendo un mercado paralelo no oficial en el cual el tipo de

cambio expresaba todas las distorsiones de un mercado excesivamente regulado. Dadas las dificultades que al principio se presentaron para obtener las divisas, el mercado paralelo fue adquiriendo cada vez más importancia lo que llevó a las autoridades a permitir su funcionamiento basado en la negociación de Bonos Brady. Estas operaciones comenzaron a finales de junio de 1995 y el precio de la divisa estadounidense resultante reflejó un diferencial cambiario de 39%, el cual continuó ampliándose hasta alcanzar el 92% en noviembre.

Una vez que los demandantes de divisas se fueron ajustando a los requerimientos administrativos que exigía la Junta de Administración Cambiaria, las reservas comenzaron a disminuir lo que determinó que las autoridades devaluaran el tipo de cambio oficial en 70% el 11 de diciembre de 1995, hasta Bs./US\$ 290. En buena medida lo que propició esta decisión de las autoridades fue el fuerte diferencial cambiario entre el tipo de cambio oficial y el del mercado paralelo lo cual expresaba un permanente exceso de demanda sobre las reservas internacionales.

Los indicadores macroeconómicos del período sugieren que la economía tuvo un pobre desempeño en términos de actividad económica, inflación y cuenta corriente.

Cuadro 4: Indicadores Macroeconómicos

	PIB (Variación %)	Inflación Trimestral (%)	Cuenta Corriente (Mill. US\$)	Diferencial Cambiario (%)
1994.III	-2.6	15.1	1541	-
1994.IV	3.5	12.6	698	-
1995.I	-1.7	8.6	1087	-
1995.II	0.8	11.3	285	47
1995.III	3.1	9.1	16	40
1995.IV	-1.9	15.8	216	51
1996.I	-2.6	21.5	1751	156

Fuente: BCV

El deterioro de la cuenta corriente a partir del segundo trimestre de 1995 y el decrecimiento de la economía refleja que estaban operando importantes salidas de capital encubiertas a través de las transacciones comerciales, al tiempo que había un fuerte

incentivo a importar dado la sobrevaluación de la tasa de cambio oficial y el considerable diferencial cambiario lo cual hacía suponer que la tasa de cambio paralela expresaba un valor de la divisa más cercano a las verdaderas condiciones del mercado.

A comienzos de 1996 se hizo evidente que el sistema de control de cambios se había agotado y que la economía estaba en una situación igual o peor que cuando el mismo se instrumentó. En abril se anunciaron un conjunto de medidas de política económica entre las cuales estaba el dismantelamiento del control de cambios y la adopción de un esquema de flotación entre bandas.

Bandas Cambiarias: 1996 (Julio) - 1999:

Venezuela comenzó a instrumentar el sistema de bandas cambiarias en julio de 1996, luego de dismantelar el esquema de control de cambios que estuvo vigente desde junio de 1994. La puesta en marcha de las bandas cambiarias estuvo precedida por un lapso de transición, comprendido entre abril y comienzos de julio de 1996, donde la moneda flotó limpiamente con el propósito de que el mercado apuntara hacia un tipo de cambio que indicara una posición de equilibrio dado, que la aplicación del esquema de control de cambios integral no consideró la existencia de un mercado paralelo sino exclusivamente transacciones realizadas a la tasa de cambio oficial la cual no necesariamente reflejaba condiciones de oferta y demanda.

La definición de los parámetros de la banda, en particular la pendiente, estuvo condicionada por el uso que se le asignó al tipo de cambio como ancla de los precios. En efecto, se valoró que el abatimiento de la inflación, la cual se había acelerado considerablemente a partir de 1994, demandaba de un empleo más intenso del tipo de cambio nominal como referente del sistema de precios.

La tasa de deslizamiento de la paridad central fue establecida en 1,5% mensual, conforme a la meta de inflación negociada con el FMI. Ello implicaba una apreciación real toda vez que se esperaba un importante repunte de la inflación por los efectos del dismantelamiento del control de cambios y de la devaluación que significó el movimiento del tipo de cambio de Bs./US\$ 290 a Bs./US\$ 470, donde finalmente se ubicó la cotización una vez que se levantaron los controles cambiarios. Al cierre de 1996, la inflación se cifró en 103,2%, mientras que para el subperíodo diciembre 1996-agosto 1996, las tasas de inflación y devaluación alcanzaron 18,0% y 0,9%, respectivamente.

La paridad central seleccionada correspondió a la del tipo de cambio observado el último día de la flotación (Bs./US\$ 470) en tanto que la amplitud de la banda fue $\pm 7,5\%$ de acuerdo con el impacto promedio de los shocks en cuenta corriente que suelen afectar a la

economía venezolana. Por su parte, la pendiente se estableció en 1,5% mensual conforme al objetivo de inflación.

Durante la primera fase de la banda, del 8 de julio de 1996 al 31 de diciembre de 1996, el tipo de cambio se depreció en apenas 1,4%, que para todos los efectos prácticos puede interpretarse como un signo de estabilidad, dada la incertidumbre que acompañó a la política cambiaria desde el abandono del sistema de minidevaluaciones a raíz de la crisis financiera del primer semestre de 1994.

Cabe apuntar, sin embargo, que parte importante de esa relativa estabilidad del tipo de cambio puede explicarse tanto por la política de intervención intramarginal del BCV como por las entradas de capital que se registraron debido al aumento de las tasas de interés que siguió al anuncio del sistema de bandas y a la política de apertura petrolera que implicó considerables inversiones en el sector energético.

La banda cambiaria ha sido objeto de tres realineaciones (Cuadro 4). En dos de ellas se ha ajustado la paridad central hacia la baja, se ha disminuido la tasa de deslizamiento y se ha conservado la amplitud. El primer cambio ocurrió en enero de 1997 y la razón fundamental que lo motivó fue el hecho de que el tipo de cambio observado estaba literalmente pegado a la paridad inferior de la banda y se estimaba que, de continuar la tendencia observada, podría perforarla.

Cuadro 4: Realineaciones de la Banda de Fluctuación del Tipo de Cambio

Fecha del Realineamiento	Magnitud del realineamiento de la paridad central (%)	Cambio en el deslizamiento (puntos porcentuales)
2-1-97	-8.04	-2.5
31-7-97	0	-2.8
2-1-98	-8.07	1.7

La explicación de la segunda y tercera realineaciones se asienta en las mismas causas que la anterior: el continuo acercamiento del tipo de cambio de mercado a la paridad inferior, donde seguían privando las condiciones favorables del mercado petrolero y el consiguiente influjo de reservas internacionales.

La información contenida en el Cuadro 5 sugiere que el anclaje cambiario que la banda ha propiciado ha contribuido a la disminución de la inflación, aunque ésta muestra un importante componente inercial que no ha permitido una desaceleración más pronunciada

del crecimiento de los precios. Sin embargo, los resultados en términos de actividad económica no parecieran ser del todo favorables, a juzgar por la predominancia e intensidad de los períodos de recesión aunque este desempeño no puede atribuirse en sí mismo al esquema de bandas.

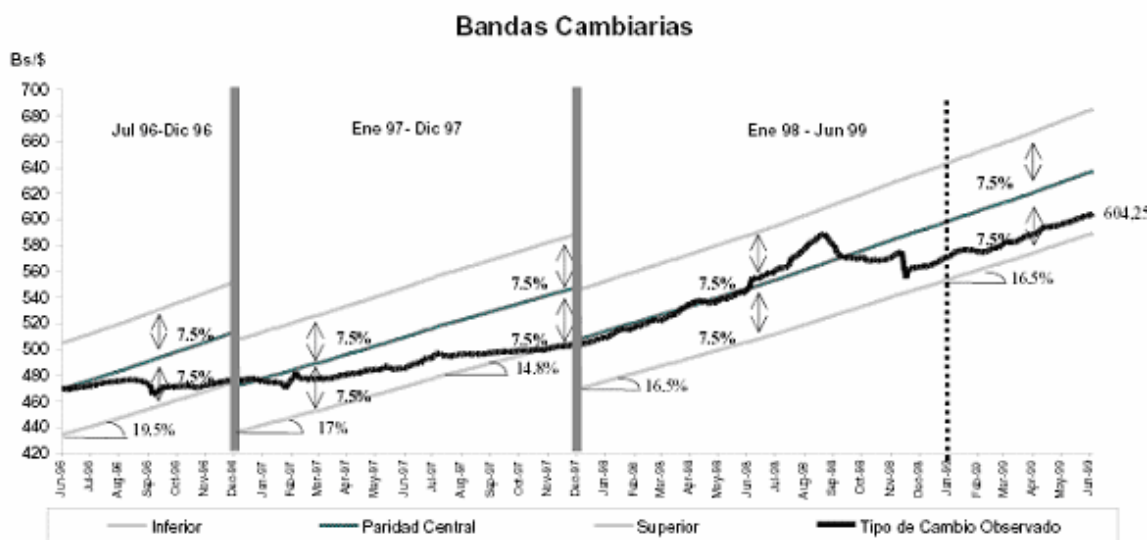
Cuadro 5: Indicadores Macroeconómicos

	PIB (Variación %)	Inflación (%)	Cuenta Corriente (Mill. US\$)	Déficit Fiscal (% del PIB)
1996	-0,2	103,2	8.824	0,6
1997	6,4	38,2	6.739	1,9
1998	-0,1	31,0	-2.562	-4,1
1999	-7,2	20,1	5.465	-3,1

Fuente: BCV: Informes Económicos.

El comportamiento de la cotización al interior de la banda, tal como se muestra en el Gráfico 5, pareciera indicar que la banda ha logrado imprimirle estabilidad al tipo de cambio. No obstante esta conducta del tipo de cambio en la banda de fluctuación, vale interrogarse acerca de un hecho empíricamente verificado en casi todas las experiencias donde han operado las bandas de fluctuación: su falta de credibilidad.

Gráfico 5: Bandas Cambiarias, Julio 1996 – Julio 1999



Política cambiaria: 1.999 – 2.003

Hasta principios de febrero de 2002 la política cambiaria de Venezuela se sustentó en el mantenimiento del sistema de bandas de flotación que, según lo previsto, se traduciría en una tasa de deslizamiento de la paridad cambiaria de un 7% anual. El índice del tipo de cambio real efectivo confirma una marcada tendencia a la apreciación del tipo de cambio real en los últimos años. Tomando 1996 como año base, se calcula que a fines de 2001 era de un 40%; en cambio, en el último año fue mucho menor (6%).

Esta apreciación ha causado una pérdida de competitividad de las exportaciones no tradicionales, básicamente de los productos no petroleros, que representaron sólo el 20% del total en el 2001, pero que superan el 16% registrado en el 2000. En cambio, el valor de las exportaciones de petróleo disminuyó más del 20%. Por otra parte, lo que es aún más importante, la apreciación del tipo de cambio real se ha traducido en un abaratamiento de las importaciones, que en los últimos años registraron un crecimiento muy importante, superior al 10% en el 2001.

En dicho año se puso a prueba la solidez del sistema de banda cambiaria debido, principalmente, a presiones para devaluar. La viabilidad de la banda se vio amenazada especialmente en los meses de agosto y diciembre de 2001, período en que el BCV defendió la tasa de cambio utilizando reservas internacionales, imponiendo restricciones a la compra de divisas y elevando la tasa de interés.

VENEZUELA: PRINCIPALES INDICADORES TRIMESTRALES

	1999				2000				2001a/				2002a/
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Producto interno bruto (variación respecto del mismo trimestre del año anterior)	-8.5	-7.4	-4.3	-4.1	0.9	2.7	3.5	5.7	4.0	3.1	3.3	5.7	-4.2
Precios al consumidor (variación en 12 meses, %)	27.6	23.4	21.2	20.1	17.6	16.5	16.0	13.4	12.5	12.5	12.2	12.3	17.6
Reservas internacionales (millones de dólares)	13.442	14.357	13.989	15.379	16.125	17.371	19.443	20.471	20.901	19.992	19.069	18.523	15.029
Tipo de cambio real efectivo b/ (índice 1996=100)	69.1	68.5	68.2	68.1	68.1	67.6	66.7	65.0	64.9	63.6	63.1	62.7	69.9
M1 (variación respecto del mismo trimestre del año anterior)	-22.9	-16.5	-8.9	2.8	12.8	11.5	12.4	16.0	17.4	14.1	9.7	0.8	-17.3
Tasas de interés real (anualizadas, %)													
Pasivas	0.9	-2.1	-6.7	-3.1	-2.0	-1.5	-1.2	-0.5	-0.9	0.3	3.0	5.4	1.1
Activas	6.5	4.7	5.9	6.9	7.9	6.6	6.8	6.4	7.9	8.0	13.4	14.3	14.9
Tasa de interés equivalente en moneda extranjera	30.4	21.2	13.8	16.3	15.8	15.4	14.3	13.6	10.9	12.6	15.9	18.5	20.3

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

a/ Cifras preliminares. b/ Se refiere al tipo de cambio de las importaciones.

A partir de Febrero de 2.002, el régimen cambiario pasaría de ser flexible con sistema de bandas a ser flexible con libre flotación y un sistema de subastas por parte del B.C.V. , el cual, debido ha los hecho ocurridos en el ambiente político, produjo una fuerte disminución de las reservas internacional lo que trajo consigo que a partir de Febrero de 2003 se implementara un régimen de tipo de cambio fijo con control de cambios.

En la actualidad en tipo de cambio está fijado a 1.600 Bs. /US\$, el cual se estima que tendrá devaluaciones sucesivas en la medida que las autoridades lo requieran, pero adicionalmente el control de cambios no permite tener una noción clara del panorama cambiario, pues no se tiene información de cuanto podrá durar dicho control y como consecuencia directa más importante se encuentra un mercado negro de divisas el cual el dólar es cotizado muy por encima del valor oficial, lo cual repercute directamente en la Balanza de Pagos y en la economía en general.

Los precios del petróleo y como este afecta el tipo de cambio

Venezuela es un país netamente monoprodutor lo cual hace que sea un país con una economía expuesta a cualquier shock externo, como se ha demostrado a través de la historia en Venezuela, cualquier alteración de los precios del petróleo repercute directamente en nuestra economía. Con tal peso en la economía, el petróleo es el único bien venezolano que es competitivo que se produce, lo que hace que los demás bienes de la economía y en especial los no transable sean ineficientes desde todo punto de vista y una de las principales razones por las cual el tipo de cambio nominal sea tan elevado, ya que para que los bienes no-petroleros que produce la economía venezolana sean competitivos necesitan de un tipo de cambio nominal alto.

También si se observa la balanza comercial venezolana, se puede percibir que es superavitaria por excelencia, debido a los ingresos petroleros, pero cualquier variación de los precios puede hacer que la misma sea deficitaria lo cual traería consigo una acentuación de la crisis económica. Pero en el caso de que esta variación de los precio sea a la alza, harán que el superávit registrado en la balanza comercial presionen el tipo de cambio para que el mismo se aprecie, pero claro está es depende de las medidas que las autoridades decidan hacer con este superávit, ya que si persiste el alto nivel de inflación, el efecto superavitario se diluirá.

Permanencia de déficits fiscales y su influencia en el tipo de cambio

Venezuela, como se ha mencionado antes y en especial, en las últimas dos décadas a tenido problemas con sus políticas fiscales y aunque Venezuela tiene unos ingresos sorprendentes provenientes de la venta de crudo, la mala administración, un Estado con un

tamaño descomunal y la burocracia entre otras razones hace que el déficit fiscal siga evolucionando.

En cuanto a su relación con el tipo de cambio, este crecimiento descomunal del déficit hace que el Estado venezolano busque ingresos extraordinarios y para ello tiene varias opciones, pedir préstamos internacionales lo cual hace acrecentar la deuda externa, o pedir préstamos internos. En este último es donde se tiene incidencias directas sobre el valor de la moneda, ya que si se piden préstamos internos para cubrir el déficit fiscal, el método más utilizado es el de imprimir dinero mediante el Banco Central, lo cual le produce al Estado ganancia por Señoriage pero a costa de tener presiones inflacionaria que harán que los bienes sean menos competitivos dado que su valor se ha incrementado y si se quiere mantener la competitividad el paso siguiente será la devaluación o depreciación (según sea el caso).

La caída de la rentabilidad de las inversiones y su influencia en el tipo de cambio

Como bien es sabido, las inversiones son las que mantienen activa una economía, de las mismas depende su desarrollo y bienestar, pero las variables que más pueden afectar a la inversión son la incertidumbre y la inflación. Si la rentabilidad de las inversiones disminuyen, esto trae como consecuencia un desmejoro en la balanza comercial, fuga de capitales, lo que produce una fuerte presión a depreciar la moneda.

Tipo de cambio, control de cambio y expectativas dentro de un año.

Como está planteado el panorama y dado a la falta de información proveniente de Gobierno actual, es muy difícil determinar cual será el tipo de cambio dentro de un año. El problema principalmente radica en que las medidas tomadas recientemente por el Gobierno nacional tienen más razones políticas que económicas. Si no se resuelve el escenario político es muy difícil que cualquier medida que se tome tenga un efecto total en la economía

A continuación se plantearan dos posibles escenarios en los cuales se puede mover el tipo de cambio:

- 1) En este escenario el Gobierno nacional continúa con el control de cambio y con el tipo de cambio fijo durante un año, la balanza comercial tendrá un desequilibrio enorme al término de dicho período puesto que las importaciones se verán mermadas significativamente debido a que los recursos necesarios (dólares) para que el comercio se mantengan provendrán de un mercado paralelo de divisas el cual cada vez va a tener menos dólares para comerciar lo que hará que se incremente

paulatinamente su precio. En este escenario el tipo de cambio paralelo podría alcanzar fácilmente lo 6.000 Bs. /US\$.

- 2) El otro escenario que podría suceder es que la medida actual solo será por un período de entre 3 a 6 meses, en este caso al momento de quitar el control de cambio, se verán disminuidas las reservas internacionales, dado que, para protegerse los agentes económicos comprarán divisas y como consecuencia producirá una fuerte devaluación para impedir que las reservas baje demasiado. Si también quitan el tipo de cambio fijo, entonces se tendrá un doble efecto “depreciador” de la moneda, porque al implementar un régimen de tipo de cambio flexible habrá de que sincerar el precio del bolívar para que nuestros productos sean competitivos, pero al mismo tiempo el overshooting va a ser que sufra una nueva depreciación de la moneda. En este escenario el tipo de cambio podría estar entre 3.200 Bs. /US\$ a 4.000Bs/US\$ en el corto plazo.

This document was created with Win2PDF available at <http://www.daneprairie.com>.
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.