



UNIVERSIDAD CENTRAL DE VENEZUELA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y SOCIALES
ESCUELA DE ECONOMIA
COMISION DE INVESTIGACION



REGIMENES MONETARIOS E INFLACION EN VENEZUELA

José Guerra

Documento de Trabajo Escuela de Economía
DC – EE – 011 – Mayo 2010

La serie Documentos de Trabajo en versión PDF puede obtenerse gratis en la siguiente dirección electrónica: http://www.faces.ucv.ve/economia/documentos_de_trabajo.html
Working Papers in PDF format can be downloaded free of charge from:
http://www.faces.ucv.ve/economia/documentos_de_trabajo.html

Regímenes monetarios e inflación en Venezuela (*)

José Guerra
Escuela de Economía.UCV
Mayo 2010

Resumen

Este trabajo trata acerca de la relación entre el régimen de política monetaria y la tasa de inflación en Venezuela. Se parte de una visión histórica de la emisión monetaria en Venezuela con anterioridad a la creación del Banco Central de Venezuela y los diferentes patrones de emisión. Se analiza el cambio fundamental que implicó la fundación de un ente emisor guiado por principios ortodoxos para luego considerar la relajación de las reglas de creación de dinero que significaron las reformas de La Ley del BCV. Luego se hace un repaso de las experiencias cambiarias de Venezuela para valorar la persistente inestabilidad macroeconómica que experimenta Venezuela desde 1983. Finalmente, en otra parte del trabajo, a ser publicada posteriormente, se hará una estimación empírica de la inflación en Venezuela, a partir de la definición del régimen de política monetaria

Clasificación JEL: E52, F31

Mayo 2010

(*) Este trabajo forma parte de una investigación más amplia sobre la política cambiaria y la inflación en Venezuela

I. El régimen monetario antes del BCV

I.1. Los sistemas de emisión y el patrón oro

Con la creación de la República de Venezuela, en 1830, una vez separada de la Gran Colombia, la circulación monetaria se regía por un decreto del 4 de julio de 1831, mediante el cual se declaró que en Venezuela se aceptarían las piezas monetarias con un relación fija respecto a la plata de 16 a 1, conforme a la tradición española. Esas monedas fueron objeto de falsificación y extracción de forma tal que ese signo monetario perdió sus atributos como medio de pago. Posteriormente, una ley del 13 de mayo de 1834 declaraba que se admitía en todas las oficinas de la República el peso fuerte español, la onza de oro española y el peso fuerte de Estados Unidos, el chelín inglés y las monedas de oro de las nuevas repúblicas de América. De hecho se importó un total de diez mil (10.000) pesos fuertes en centavos de cobres, emitidos por Estados Unidos. Ello creó una contradicción debido a que esas unidades monetarias fraccionarias eran muy diferentes de las que circulaban en Venezuela.

Un cambio fundamental se produce en 1848, cuando según Uslar Prieti (1938) se “promulga, el 30 de mayo una ley muy importante en nuestra historia monetaria”. Esa ley cambió el sistema bimetalista de tradición española al establecer que el patrón monetario pasaría a basarse en el franco. Efectivamente, el artículo primero de dicha ley normó que: “La unidad monetaria de la República será el franco...”, el cual se acuñará según partes de plata fina y una liga de otras monedas. Luego se retrocedió de nuevo cuando en 1854 en Caracas se autorizó la acuñación de nuevas monedas, el venezolano de oro y el venezolano de plata, con lo cual volvió el desorden monetario previo, situación que se agravó con la escasez de la plata, situación que propició que se dictara una ley en 1857 donde se contempló la adaptación de la moneda circulante al patrón decimal y lo más importante, según Uslar Prieti “se abandona el patrón plata de la ley de 1848 y se establecía por primera vez el patrón oro”, aunque las monedas de plata siguieron circulando.

El sistema de múltiples emisiones y de circulación de piezas de otros países continuó con la ley de 1865, mediante la cual se autorizó al gobierno para establecer casas de la moneda en los lugares a que considerara conveniente y además que se podía acuñar monedas de oro, plata y cobre, donde apareció por primera vez la efigie de Simón

Bolívar. La moneda se llamó el venezolano de oro pero también circuló el venezolano de plata, con lo cual en los hechos se instauró de nuevo el sistema bimetalista.

Con el establecimiento del bolívar como moneda nacional según decreto del 31 de marzo de 1879, durante el gobierno de Antonio Guzmán Blanco, concluyó en Venezuela la circulación de monedas de otros países, entre los cuales destacaban el franco y la libra esterlina, principalmente. Dictaminó el citado decreto que: “La unidad monetaria de la República será el bolívar de plata, que se considerará subdividido en 100 céntimos”. Igualmente, con ese decreto se instituyó que Venezuela formaría parte de la Unión Latina con lo cual se aceptaba con el mismo valor la circulación de las monedas de los países miembros de esa unión. Este sistema monetario basado en el patrón plata confrontó problemas en la medida en que la plata se depreciaba y con ello el valor del bolívar y por esa razón circularon monedas de platas de otros países hasta que se prohibió la importación de monedas de ese metal incluyendo la de las naciones de la Unión Latina.

El orden en el mercado monetario se comenzó a restablecer a partir del 24 de junio de 1918 con la Ley de Monedas. Esa ley resultó fundamental en tanto que restauró el patrón oro al contemplar que la unidad monetaria de Venezuela sería el Bolívar de oro, con una equivalencia de doscientos noventa mil trescientos veintitrés millonésimos gramos de oro. Aunque se previó la acuñación de monedas de plata y níquel, éstas quedaron limitadas desde el punto de vista cuantitativo, al establecerse restricciones al monto que de cada una podría circular. Un aspecto interesante de esta ley fue que las acuñaciones debía tener la aprobación previa del Congreso Nacional.

Es importante mencionar que la entrada en vigencia de la Ley de Monedas coincidió con los inicios de la explotación comercial del petróleo con lo cual Venezuela comenzó a recibir importantes ingresos de divisas con el resultado de la baja del tipo de cambio. Este proceso incipiente fue descrito muy intuitivamente por Ramón Veloz (1939) cuando anotó que: “El comercio ha hecho compras importantes de mercancías en el exterior, superiores a las acostumbradas, animados al mismo tiempo por los altos precios de nuestros frutos de exportación y aprovechando también el cambio”. Con esta tendencia, que se inicia con un masivo influjo de divisas, se va a producir un hecho fundamental en Venezuela: el uso del tipo de cambio como instrumento para que el

Estado venezolano aumente su participación en los ingresos derivados del negocio petrolero.

Como anota Uslar Prieti (1938)“... la Ley de Monedas de 1918 establecía un régimen de patrón oro en especies absoluto, con la sola excepción, importante desde el punto de vista teórico y aún desde el práctico, de que no se acataba el principio de la libre acuñación, destinado en teoría, a asegurar la equivalencia del valor monetario y del valor físico del oro”. Un problema común para ese tiempo fue que los bancos se negaban a cambiar los billetes por monedas de oro y en su lugar entregaba plata. La Ley de Monedas de 1918 estuvo vigente hasta la entrada en vigencia de la Ley del BCV, lo que sugiere que esa norma sirvió de referencia al sistema monetario de Venezuela en ausencia de un banco central.

II. 2. Las emisiones múltiples

Aunque en el Programa de Febrero de 1936, el presidente Eleazar López Contreras planteó el establecimiento de un banco central, fue el 8 de septiembre de 1939 cuando se creó el Banco Central de Venezuela (BCV) y con ese acto llegó a su final el sistema de múltiples emisiones. El régimen de pluralidad de emisores se basaba en dos leyes marcos, la citada Ley de Monedas y la Ley de Bancos de 1936, lo que hacía a Venezuela un caso especial. Rómulo Betancourt (1939) valoró esta situación con estas palabras: “Así, pudo gozar Venezuela del nada halagador privilegio de ser el único país del mundo donde existía la pluralidad de bancos emisores, esto es, que estaban capacitados todos los bancos nacionales para emitir billetes a su nombre, con solo cumplir determinados requisitos legales”

En realidad, mediante esas leyes se facultaba a los bancos comerciales para emitir billetes hasta por un monto equivalente al doble del capital pagado siempre y cuando cumpliesen la cláusula que establecía que un parte del capital suscrito debía ser mantenido en oro. La citada ley de bancos era específica en el sentido de que autorizaba a emitir billetes hasta dos veces el capital de la institución si ésta mantenía una posición en oro de por lo menos un tercio de la emisión, mientras que el resto debía estar respaldada por otras monedas de curso legal y activos con plazo menor a treinta días (Crazut 1995). Las instituciones bancarias autorizadas para emitir billetes eran el Banco de Venezuela, el Banco Venezolano de Crédito, el Banco Mercantil y Agrícola, el Banco de Maracaibo, el Banco Comercial de Maracaibo, y el Banco Caracas. Del

total de billetes en circulación en 1939, los del Banco de Venezuela representaban el 66,6%. La razón de esta elevada proporción estribaba en el hecho de que en ausencia de banco central, el Banco de Venezuela fungía como agente de la tesorería nacional.

Aunque ciertamente los billetes tenían un soporte en las tenencias de oro, la proliferación de bancos emisores autorizados dificultaba el control monetario por parte del Estado en la medida en que al haber libre importación de oro, los bancos podían emitir dinero por el monto equivalente lo que podía propiciar un desequilibrio monetario transitorio con sus efectos sobre los precios y el tipo de cambio. Al no estimar y valorar la demanda por dinero circulante, los bancos estaban propensos a emitir en exceso con lo cual, bajo el esquema de libertad cambiaria existente, ello se traduciría en salidas de capital e importaciones como mecanismo corrector del desequilibrio monetario. Por tanto, la economía tenía un sistema de ajuste automático que hacía posible restaurar el equilibrio monetario, típico de los esquemas de tipos de cambio fijos pero con el costo de provocar fuertes oscilaciones del nivel de actividad económica debido a los excesos o déficit de liquidez.

II. 3. La economía política del tipo de cambio

Relacionado con la emisión monetaria está la naturaleza del sistema cambiario. En otras palabras, el sistema cambiario es parte del régimen monetario en la medida que aquel condiciona la emisión de dinero primario. Más allá de la complejidad teórica que implica la selección del esquema cambiario, en Venezuela la naturaleza del acuerdo cambiario ha guardado una relación estrecha tanto con la conformación de los grupos de poder como con el hecho de que el Estado es el propietario del petróleo. Ello configura una cierta dinámica en la definición y aplicación de la política cambiaria y por tanto de la política monetaria en Venezuela.

De acuerdo con Rodríguez (2006), la alianza entre comerciantes y banqueros durante los gobiernos de Guzmán Blanco desplazó a los terratenientes del poder con lo cual se priorizó las actividades vinculadas con el comercio en detrimento del sector agropecuario. Esa asociación de grupos económicos se consolidó con el gobierno de Juan Vicente Gómez pero con un elemento cualitativa y cuantitativamente nuevo: el ingreso petrolero captado por el Estado en su condición de propietario de ese recurso natural. Conviene recordar que no fue sino hasta 1943 que Venezuela se dotó de una institucionalidad fiscal propia de un Estado moderno lo que sugiere que el instrumento

empelado para mejorar la porción del propietario en el negocio petrolero forzosamente residía más allá del ámbito fiscal no obstante la introducción de algunos tributos de exploración y explotación de los hidrocarburos que propiciaron un aumento de la recaudación de impuestos a la industria petrolera.

En sus comienzos la industria petrolera era un enclave en Venezuela. Esto quería decir que los gastos internos eran una fracción menor de los ingresos que generaba la actividad exportadora del petróleo y por ello su efecto en términos de actividad económica era igualmente secundario hasta bien entrado los años treinta. Por tanto, para el Estado venezolano el problema se resumía en arbitrar el medio más eficaz para capturar parte de la renta que generaba actividad petrolera toda vez que el mercado interno era significativamente pequeño para las dimensiones de la industria petrolera. En ausencia de un cuerpo legal moderno, la solución vino con el empleo del tipo de cambio. Así, al establecer un tipo de cambio permanentemente bajo para la venta de divisas que debían hacer las compañías petroleras para obtener bolívares, el fisco maximizaba sus ingresos en bolívares al obligarlas a vender más moneda extranjera para recibir cierto monto en moneda local.

De esta forma comenzó un proceso sostenido de incrementos de los ingresos fiscales petroleros en tanto que la demanda mundial de petróleo aumentaba sostenidamente a partir de los años veinte y con ello las exportaciones de Venezuela. Con una relativamente alta inflación en Venezuela respecto a la disminución de la inflación en Estados Unidos durante los años veinte pero especialmente tras la depresión que comprendió el lapso 1929-1935, el resultado fue una importante apreciación del tipo de cambio real, cuya expresión concreta era una mejora de la posición fiscal y un deterioro de la rentabilidad de la economía no petrolera productora de bienes no transables.

Esa situación se exacerbó tras la política de devaluación del dólar aplicada por el gobierno del presidente Roosevelt en 1934 cuando se disminuyó el contenido oro del dólar. Para Venezuela ello se tradujo en una revaluación del bolívar respecto al dólar, como se explica más adelante. Pero más importante todavía fue la apreciación del tipo de cambio real con lo cual se hizo insostenible la actividad de los sectores agrícolas y pecuarios de Venezuela que hasta 1926 representaban los principales renglones de exportación. En un país cuya economía y empleo tenían un fuerte basamento en el sector agropecuario se esperaba que la apreciación del tipo de cambio real provocara

resistencia. Sin embargo, no fue así debido a que la alianza entre comerciantes y banqueros apoyados por el Estado rentista optó por maximizar la renta petrolera sacrificando la economía no petrolera. Todavía más, el liderazgo político, encabezado por Rómulo Betancourt, apoyó la revaluación nominal del bolívar como una medida de reivindicación nacional frente a las empresas petroleras. Se expresó en estos términos Betancourt (1937): “Como es bien sabido, el presidente Roosevelt siguiendo Estados Unidos una política inflacionista en beneficio de la gran industria, desvalorizó el dólar en un 40%. Esta desvalorización trajo como consecuencia inmediata la depreciación del dólar que llegó a cotizarse en Caracas a Bs. 3,02. Este tipo de cambio era altamente favorable a las masas consumidoras y al comercio (...). Pero si esta situación resultaba favorable a la inmensa mayoría de los venezolanos, era en cambio desfavorable para las compañías del petróleo”.

No obstante ese acuerdo tácito entre banqueros, comerciantes y el gobierno, en el campo de las ideas se suscitó un debate entre quienes sustentaban la tesis favorable a sobrevaluación del bolívar y los que proponían una devaluación con el objeto de conferirle viabilidad a la economía agropecuaria. Según Veloz (1937), el tratamiento de la política cambiara se complicaba “... por el factor petrolero ya que éste era el mayor proveedor de divisas con que contaba en el mercado y el tipo de cambio que se fijase podría estar sujeto a muchos imprevistos”.

En la medida en que producción petrolera se expandía y las exportaciones agropecuarias declinaban, con la depresión que sufrió la economía mundial entre 1929 y 1935, los precios mundiales de las materias primas registraron una significativa disminución, con lo cual la rentabilidad de la agricultura y la ganadería se hizo todavía más precaria. A ello se agregaba el bajo tipo de cambio del bolívar respecto al dólar a partir de 1920 lo que menoscabó aún más la situación de esos sectores. De un promedio de Bs 7,75 por US\$ en 1932 el tipo de cambio bajó hasta Bs 3,90 a comienzos de 1934. Esta apreciación del bolívar favorable al fisco nacional acabó por liquidar la agricultura, la principal empleadora de mano de obra para entonces. Una descripción de este problema, del alto tipo de cambio, la ofrece Mayobre (1944): “... una vez abierta la brecha entre la economía del petróleo y la de la agricultura de exportación, era inevitable la intervención en el mercado cambiario. Éste no podía quedar libre sin provocar un desquiciamiento de la vida nacional”.

Es en ese contexto que surge la primera intervención oficial y organizada en materia cambiaria en Venezuela con el Convenio Tinoco del 28 de agosto de 1934. Mediante ese acuerdo se estableció en Bs 3,90 por US\$ el precio de compra de las divisas a las empresas petroleras y en Bs 3,93 por US\$ el tipo de cambio para la venta y con la utilidad resultante se subsidiaría a la agricultura mediante un sistema de primas.

Antes de ese acuerdo, el tipo de cambio fluctuaba dependiendo de las condiciones de mercado. Tales condiciones estaban determinadas por la afluencia de las divisas que las compañías petroleras ingresaban a Venezuela, primero para financiar los gastos de instalación y el pago de los impuestos y posteriormente como resultado de sus exportaciones y la realización de sus operaciones de exploración, explotación y exportación de los hidrocarburos y sus obligaciones fiscales, con mayor intensidad desde 1925. Como resultado de la crisis mundial, a partir de 1930 se desplomaron los precios de los productos agrícolas y se contrajeron las exportaciones petroleras entre 1931 y 1934 lo que se tradujo en una depreciación del bolívar, durante un par de años. Así, en agosto de 1932, el dólar se cotizaba a Bs. 7,75 por US\$ muy por encima de su paridad de Bs. 5,1825 con respecto al oro (Mayobre 1944).

Con la devaluación del dólar como parte de las medidas adoptadas en enero de 1934 por el presidente Roosevelt, el bolívar, cuyo contenido oro no fue modificado, experimentó una revaluación hasta ubicarse en Bs. 3,04 por US\$ en agosto de 1934, sustancialmente revaluado según su contenido oro. Esas fluctuaciones bruscas eran inconvenientes para la actividad económica y para el gobierno resultaba importante estabilizar el mercado cambiario. Con el Convenio Tinoco se fijó el tipo de cambio en Bs 3,90 por US\$ para la compra de las divisas de las empresas petroleras y Bs. 3,93 por US\$ para la venta, lo que implicó una devaluación, pero lo más importante fue que se le dio certidumbre al mercado al establecerse una regla: la fijación del tipo de cambio. Posteriormente, en 1937, se celebró un nuevo convenio que implicó una revaluación del bolívar al situarse el tipo de cambio en Bs 3,09 por US\$ para la compra a las empresas petroleras en tanto que la paridad para la venta era de Bs 3,17 por US\$ para los bancos y Bs 3,19 por US\$ la de estas instituciones al público. La tendencia a la sobrevaluación del bolívar era evidente.

Quien mejor expresó la posición a favor de un bolívar fuerte, como instrumento para capturar mayor renta petrolera fue Pérez Dupuy (1937): “La desvalorización del valor

oro del bolívar tiene una significación trascendental en todos los ordenes de la vida venezolana, económica, social y política que puede hasta ser el origen de una catástrofe nacional. Es evidente que si se llevase a cabo una desvalorización del bolívar al 50% por ejemplo, las compañías no necesitarían vender en el mercado venezolano 28 millones de dólares para satisfacer sus necesidades en bolívares, sino la mitad, dado que con esta suma obtendrían exactamente la misma cantidad de bolívares”. Sin embargo, del lado de los agricultores aunque sin fuerza política se argumentó a favor de la devaluación. Alberto Adriani (1937) planteó de manera directa al sugerir la necesidad de devaluar el bolívar: “Si la desvalorización del bolívar puede mejorar las condiciones de nuestra población y de nuestra agricultura, se justifica plenamente...”. Más adelante expone que “Es mi opinión que el alto cambio de nuestra moneda es la causa que más ha contribuido últimamente a empeorar la situación de la agricultura y de nuestra industria y ha agravado hasta el extremo, nuestro equilibrio económico”. Esta apreciación lo llevó a proponer “La desvalorización violenta de nuestro bolívar mediante la reducción de un solo golpe de su contenido en oro fino”.

En síntesis, en vista de la preponderancia del petróleo en la economía venezolana, tanto los subsidios, como la protección mediante herramientas de política comercial a la agricultura y la industria, especialmente después de 1960, fue la forma que ideó el Estado para conciliar la difícil convivencia de la economía petrolera y la no petrolera (Astorga 2000).

II. El BCV y la política monetaria

II. 1. La centralización de las reservas y las reglas de emisión

Alberto Adriani fue quien primero planteó en Venezuela la necesidad de crear un banco central. En un artículo escrito en 1931, titulado “La crisis los cambios y nosotros”, argumentó que: “Un banco central de emisión para el cual se aprovechara nuestra propia experiencia y la de otros países y que siguiera los mejores modelos...” para con esa institución darle mayor solidez y flexibilidad a nuestro sistema monetario. Rómulo Betancourt (1939) agrega un argumento adicional a favor de establecer el banco central en vista de la volatilidad del mercado de cambios en Venezuela, con motivo de la crisis económica de 1929: “Así, la crisis cíclica iniciada con el pánico de 1929 en la Bolsa de Nueva York nos encontró incapacitados para sortear el vendaval. La particular agudeza con que repercutieron en Venezuela los efectos de ese profundo colapso económico hizo

sentir la necesidad urgente de un organismo bancario central capaz de asumir en momentos críticos un papel director”.

Con el establecimiento del BCV, el Estado venezolano dio un paso decisivo en la búsqueda de la estabilidad monetaria y el ordenamiento del mercado monetario. La aprobación de la Ley del BCV en septiembre de 1939 estuvo precedida de debates y demandas cuando se acordó la centralización de las reservas de oro en manos del ente emisor. De las dos demandas contra la Ley del BCV, la más importante y fundamental fue la adelantada por el Banco Venezolano de Crédito (BVC). La primera acción fue por inconstitucionalidad y fue declarada sin lugar rápidamente por la Corte Federal y de Casación, hoy Tribunal Supremo de Justicia. El BVC se negó entregar al BCV las reservas de oro que servían de fundamento a la emisión de sus billetes y con ello se inició en 1940 el juicio que culminaría el 21 de abril de 1947, y cuya decisión obligó a venderle las reservas de oro al Banco Central (Bello Paoli 2000)

La valoración del contenido de la ley sugiere que se siguió un esquema conservador al privar el criterio de Manuel Egaña según el cual “... el Banco Central de Venezuela no debía ni podía ser jamás un instrumento para satisfacer conveniencias políticas a costa de la estabilidad económica” (Crazut 1995). Ello obedecía según Silva (1990) al “... reflejo incuestionable de la ortodoxia con que se manejaban esas cuestiones en esa época...”. Sin embargo, tal ortodoxia vino, en buena medida, de los asesores que contribuyeron al diseño de la institucionalidad del BCV, en particular Pierre Denis y Herman Max. En efecto, Denis (1939) en un informe sobre la creación del BCV, expone lo siguiente: “...creo que el Banco Central de Venezuela se verá obligado a colocar en primer rango de sus preocupaciones inmediatas, el mantenimiento de del valor del bolívar en el exterior...”. Acerca del financiamiento al gobierno por parte del ente emisor, fue todavía más claro y contundente al rechazar esa posibilidad: “La amenaza principal a la solvencia de un Banco Central es generalmente la insolvencia del Estado, antes que la de su clientela particular. Sobre este punto de vista he constatado que ustedes han dado pruebas de gran prudencia y que el proyecto de ley mantiene dentro de estrechos límites el derecho que tiene el Banco Central de hacer adelantos al Tesoro”. Es igualmente explícito cuando afirma: “En todas partes se protege la moneda contra los efectos de un déficit del Tesoro, limitando el montante de los adelantos del Banco Central al Estado”.

Max (1939) especificó el rol de la política monetaria que orientaría la gestión del banco central a ser creado: "...la función de la política monetaria debe ser evitar, en lo posible, por lo menos, que los precios se vean influenciados por factores monetarios". Este postulado estaba en concordancia con su apreciación a cerca de la preferencia de las autoridades por el respaldo en oro del dinero. Consideraba Max que en Venezuela estaba arraigada la tradición del patrón oro y ello impregnó las definiciones acerca del papel del BCV como ente emisor: "... con la mentalidad monetaria que parece predominar en este país y que está ligada firmemente al concepto de la imprescindible necesidad de una base de oro para una moneda sana".

Un aspecto definitorio sobre la naturaleza del banco central que se fundaría en Venezuela lo expuso Max con elocuencia: "Las emisiones de un banco central, por principio, no tienen nada que ver con el desarrollo del presupuesto fiscal, a no ser que se trate de defender la tesis de que puedan o deban servir para financiar déficits de la Administración Pública, una práctica que siempre y en todas partes ha tenido resultados desastrosos". Muy probablemente esta sugerencia fue tomada en cuenta en la redacción de la Ley del BCV de septiembre de 1939, al estipularse la prohibición de financiar al gobierno.

De hecho en el artículo 49, ordinales 1 y 2 de la esa Ley se proscribió el financiamiento a cualquier entidad del sector público. Herman Max razonó así su interpretación de este artículo: "Esta prohibición parece muy severa, pero está justificada por el hecho de que emisiones hechas por el Banco Central en forma de créditos al fisco u otras reparticiones públicas, nunca corresponden a exigencias espontáneas del mercado y del desarrollo de los negocios, sino que son siempre emisiones inorgánicas y, por lo tanto, también siempre de carácter inflacionista". Era partidario Max de un banco central con flexibilidad para enfrentar la coyuntura económica, por eso se oponía a que se fijara la tasa de cambio. "Basta aquí recordar las experiencias, en parte dolorosas, de esos países para justificar la tesis de que es imposible aconsejar en conciencia que, al proceder a la fundación de un banco central nuevo y moderno, se le aten a priori las manos, ligándole a un régimen monetario no adecuado a la específica estructura de la economía de sus país y que, por tanto, impliquen el peligro de sufrir un quebranto al primer cambio brusco de las condiciones generales". Ese régimen de monetario no adecuado al cual se refería Max era al sistema de cambio fijo que imposibilita a un banco central el utilizar activamente la política monetaria. Así, argumentó que: "...una moneda para servir

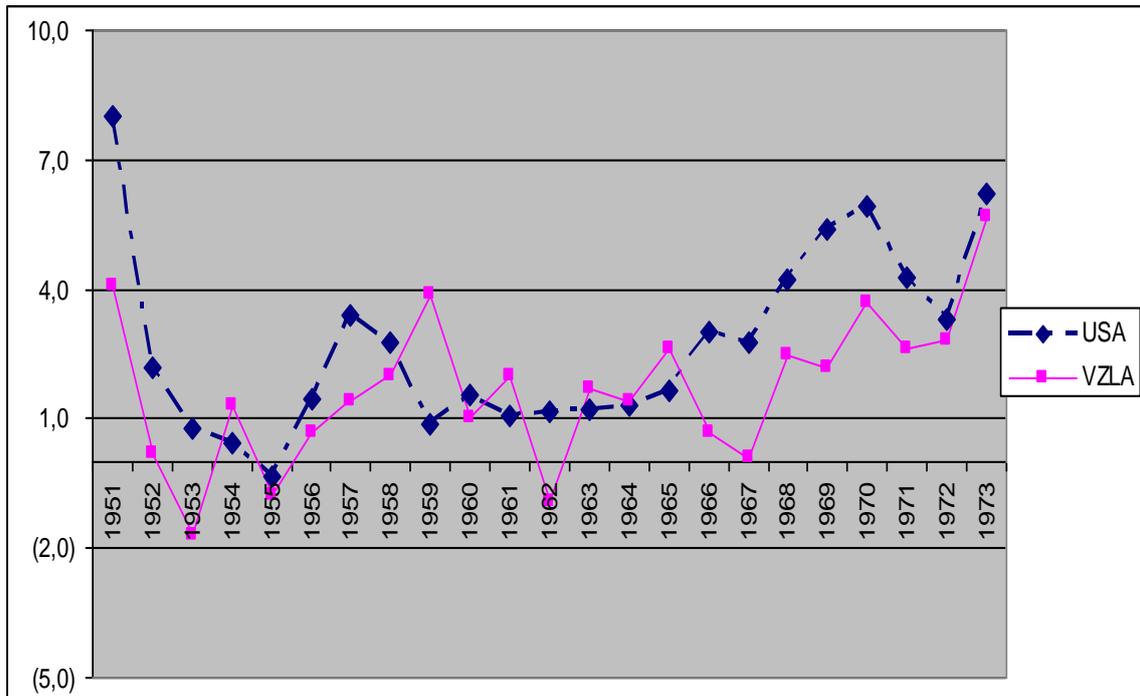
mejor a los intereses de la economía de su país, no podrá mantenerse siempre y a todo trance en una relación fija e invariable con las demás monedas”

Con la instauración del BCV, según principios ortodoxos anteriormente expuestos, que sirvieron de fundamento a esquema de emisión, se asumieron de forma implícita unas reglas monetarias que garantizaron a la estabilidad de precios en Venezuela, al menos hasta mediados de los años setenta, tal como apunta Krivoy (2000). Esas reglas tenían un basamento muy simple: la vinculación de la emisión de dinero base con las existencias de oro y divisas. Con un régimen de tipo de cambio fijo ello aseguraba el equilibrio monetario de forma automática mediante las operaciones de cambio. En un contexto histórico como la Venezuela de los años cuarenta donde literalmente no existía deuda pública y donde además el mecanismo del redescuento era muy incipiente, la base monetaria creada por el BCV tenía pleno respaldo, principalmente en oro. La primera ley del BCV adoptó como criterio para la emisión base monetaria que ésta debía estar respaldada en no menos de 50% por oro y depósitos a la vista en bancos del exterior. Similarmente, el BCV se le prohibió el financiamiento de los déficits de tesorería y el otorgamiento de préstamos a los estados.

La Ley del BCV y con ella el patrón de emisión no experimentó cambios importantes hasta 1960, cuando se retomó el proyecto de reforma de 1948, al procurar las autoridades crear el Fondo Anticíclico y además que el instituto emisor pudiese adquirir títulos valares públicos por una cantidad que no excediese su capital y reservas. Un cambio importante en la Ley del BCV fue el de 1974, cuando el Estado adquirió el remanente de las acciones en manos del sector privado. Pero tal vez lo más importante de esta reforma lo constituyó la eliminación del respaldo del 33% en oro y divisas para las emisiones conjuntamente con el hecho de que el BCV podría adquirir una mayor proporción de valores del gobierno como base para la impresión de dinero. La relación entre las tasas de inflación de Estados Unidos y Venezuela durante el periodo 1951-1973 sugiere que el esquema de tipo de cambio fijo y la regla de emisión que le era propia, actuaron como factor propiciador de disciplina interna al asegurar trayectorias similares de la variación de precios, tal como se desprende del gráfico 1. Es a partir de 1974 cuando se fractura la estabilidad y disciplina monetaria de Venezuela.

Gráfico 1

Tasas de inflación (%) de Estados Unidos (USA) y Venezuela



II. 2 Regímenes monetarios: el manejo de la tasa de cambio

Desde el punto de vista monetario, el período relevante para comprender el comportamiento del tipo de cambio en Venezuela es el que comienza con la explotación del petróleo por cuanto la entrada de divisas que esa actividad trajo consigo tuvo un impacto considerable sobre la cotización de dólar y la circulación monetaria que hasta 1939 estuvo a cargo de los bancos comerciales.

II.2. A. Tipo de cambio múltiples con libertad cambiaria

Los principios que guiaron al Convenio Tinoco, con sus respectivas modificaciones se mantuvieron hasta 1941, cuando se implantó el sistema de cambios diferenciales, en julio de ese año, una medida que fue coordinada por el BCV y que significó en lo relativo al régimen monetario, la continuidad de la fijación cambiaria aunque con la novedad de que se instituyó un mercado libre de divisas. En el mercado de cambio controlado con paridades fijas se transaban los ingresos fundamentales, tal como apunta el BCV en la Memoria de ese año: “Nuestro sistema cambiario queda sustancialmente modificado con el Decreto del 23 de junio de 1941 al crear el mercado libre de cambios

con funcionamiento independiente del controlado; únicamente quedan incorporadas a éste último las divisas provenientes de las actividades petroleras y la de las exportaciones de café, cacao y ganado vacuno”.

Dada la notoria pérdida de rentabilidad de la agricultura, la subvención cambiaria no la pudo ayudar de forma importante lo que llevó al gobierno a la adopción de un esquema de cambio diferenciales en julio de 1941, a través del cual se instituyeron varios tipos de cambio según se observa en el Cuadro 1.

Cuadro 1
Tipos de cambio del Decreto del 23 de julio de 1941

Compra del BCV		Venta del BCV	
Petróleo	3,09	Gobierno	3,385
Cacao	4,30	Banca	3,335
Café	4,60	Público (Controlado)	3,35
Ganado	4,30		
Gobierno	3,17		

Fuente: BCV: La economía venezolana en los últimos 35 años.

Con este sistema cambiario el Estado reconoció la dualidad de la economía nacional aunque con ello no pudo evitar la declinación sostenida de la agricultura en vista de la significativa apreciación del tipo de cambio real. Según Peltzer (1946), con ello se “...separa en el mercado cambiario la economía petrolera del resto de las exportaciones nacionales. La primera, en razón de sus costos, puede coexistir a base de un bolívar alto, lo que por otra parte proporciona al país un mayor volumen de medios de pagos y un mayor poder adquisitivo externo de nuestra moneda. En el otro extremo está la economía del café y el cacao para las cuales un bolívar alto significa una menor cantidad de bolívares a cambio de sus divisas”

Entre la agricultura y el petróleo, el Estado optó por éste último, intentando al mismo tiempo restaurar sin lograrlo la viabilidad de la agricultura. Posteriormente, entre 1943 y 1945 se diseñaron un conjunto de medidas de política comercial y crediticias orientadas a la protección de la economía no petrolera. Uslar Prieti (1945), uno de sus

principales promotores, las describe de esta forma: “ Por medio de barreras aduaneras y de contingentes de importación se defendió el mercado interno de la total inundación de las importaciones y por medio de créditos, ayuda técnica y cooperación del Estado se estimuló y fortaleció el desarrollo de la producción autóctona. La producción agropecuaria pudo mantenerse por medio de subsidios”.

De esta forma, la política cambiaria y la política comercial procuraron conciliar dos tendencias opuestas en la economía: por una parte, una actividad pujante, la petrolera, eje de la economía mundial y por la otra, la agropecuaria, en decadencia, pero altamente generadora de empleos.

II.2. B. Control de cambios (I)

Los tipos de cambio diferenciales establecidos en 1941 perduraron hasta noviembre de 1960, cuando obligado por las salidas de capital y en medio de una crisis política, en noviembre de ese año, el gobierno de Betancourt adoptó un conjunto de medidas tales como el alza de la tasa de interés y la implantación de un control de cambios que se expresó en el mantenimiento de la tasa de cambio fija de Bs.3,35 por US\$ para la compra de las divisas a las empresas petroleras así como para las principales transacciones de la economía y el funcionamiento de un mercado libre con intervención del BCV donde se obtenían divisas para las remesas, importaciones que no gozaban de trato preferencial, entre otros. Más allá de la modalidad que adquiría el régimen monetario, en los casos descritos, se trataba en esencia de un sistema de cambio fijo con mayor o menor libertad cambiaria y esa valoración resulta fundamental en tanto define al régimen monetario.

II.2. C. Tipo de cambio fijo con libertad cambiaria (II)

El control de cambios de 1960 fue levantado en febrero de 1964, cuando las autoridades estimaron que las condiciones de inestabilidad política y salidas de capital que lo motivaron habían cesado. Se unificaron los dos tipos de cambio a una tasa de Bs/US\$ 4,40, la cual fue revaluada en febrero de 1973 a Bs/US\$ 4,30 y con ello se abrió un lapso de dos décadas en las cuales Venezuela mantuvo un régimen de tipo de cambio fijo con irrestricta movilidad de capital. Conviene precisar que la unificación del tipo de cambio fue posible debido a que entre 1959 y 1963 se aplicaron un conjunto de políticas en el ámbito fiscal y monetario que le confirieron viabilidad al esquema cambiario y

contuvieron la demanda de moneda extranjera. Así, en materia fiscal, la política se tradujo en la eliminación de los déficits fiscales y la restauración del equilibrio presupuestario mientras que en lo concerniente a la política monetaria, ésta se tornó contractiva a entre 1959 y 1961 con el objeto de frenar la salidas de capital (Machado Gómez 1965 y Memoria del BCV). Lejos de profundizar la recesión, las mediadas económicas favorecieron el crecimiento con estabilidad de precios, una vez restablecida la confianza en el bolívar y detenida la fuga de capital, como se aprecia el cuadro siguiente.

Cuadro 2

Indicadores económicos 1960-1963

	PIB (Tasa % de variación anual)	Tasa de inflación (%)	Movimiento cambiario (Millones de US\$)
1960	-1,2	3,4	11
1961	3,4	-2,8	-27
1962	8,5	-0,3	5
1963	3,4	1,2	163

Fuente: BCV

Entre 1964 y comienzo de los años setenta en Venezuela se aplicó una política macroeconómica caracterizada por dos elementos básicos: una regla fiscal implícita que hacía que el gobierno no gastara lo que no tenía y una regla monetaria que consistía en que el BCV no aumentaba el crédito interno más allá de lo que la demanda de dinero toleraba. Fueron estos dos compromisos, fiscal y monetario, lo que hicieron posible el mantenimiento del régimen de fijación del tipo de cambio, régimen este inherentemente inestable y cuya permanencia requiere una significativa disciplina fiscal y monetaria.

La información disponible permite aseverar que las cuentas fiscales de Venezuela se comenzaron a deteriorar, y con ello el cuestionamiento del régimen de tipo de cambio fijo, con la política fuertemente expansiva adoptada entre 1974 y 1977 y que se expresó en 1978 en déficits fiscal y de la cuenta corriente, tal como se aprecia en el cuadro que sigue. Con un incremento del gasto y del déficit fiscal como el que se observó en ese

lapso era de esperar un repunte de la tasa de inflación, en especial de los bienes no transables, lo que ponía de manifiesto la apreciación del tipo de cambio real que comenzaba a reflejar la economía.

Cuadro 3

Cuentas fiscales y externas

	Resultado fiscal (% del PIB)	Deuda total (% del PIB)	Cuenta corriente (Millones de US\$)
1974	13,3	9,2	5.760
1975	2,9	10,8	2.171
1976	-2,4	16,6	254
1977	-5,1	22,3	-3.179
1978	-5,6	29,0	-5.735

Fuente: BCV

Esa crisis fiscal y cambiaria que se incubó entre 1974 y 1977 no se manifestó en una devaluación debido a que a comienzos de 1979 los precios del petróleo se recuperaron notoriamente como resultado del derrocamiento del Sha de Irán con lo cual se creó una perturbación en el mercado de los hidrocarburos que provocó un alza de las cotizaciones del petróleo. No obstante esa mejoría de las cuentas fiscales y externas, la apreciación del tipo de cambio real se agudizó en la medida en que la tasa de inflación interna experimentó una importante aceleración, con lo cual la producción de bienes transables acusó una declinación al tiempo que las importaciones se incrementaron a una tasa anual superior al 20% entre 1979 y 1982.

La gestión de la política macroeconómica entre 1979 y 1982 se basó en la fijación del tipo de cambio como ancla de la inflación. En la medida en que el gobierno intentó estimular el gasto a partir de 1980, ello se tradujo en importantes salidas de capital a lo largo de 1981 y 1982 con lo cual se creó un conflicto entre el régimen de tipo de cambio fijo y el perfil de la política fiscal a lo que se agregó la orientación expansiva del BCV. De esta manera, el BCV financió la caída de la demanda de dinero cuando los agentes económicos procuraron deshacerse de los saldos monetarios no deseados, todo lo cual se tradujo en una pronunciada declinación de las reservas internacionales durante 1982.

La economía cerró ese año con una marcada desmejora, expresada en déficits conjuntos, fiscal de 9,3% y de cuenta corriente de 5,3% del PIB lo que presagiaba el final del sistema de tipo de cambio fijo con libertad cambiaria, en un entorno internacional de disminución de los precios del petróleo y la paralización del financiamiento externo en vista de la moratoria de la deuda declarada por México en agosto.

II.2.C. Control de cambios (II)

El 18 de febrero de 1983 se abandonó el esquema de tipo de cambio fijo con libre movilidad de capital y se adoptó un régimen de tipo de cambio dual. 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 dos tipos preferenciales fijos, 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 el alza de los precios. 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.

En el Cuadro 4 se resumen los principales indicadores macroeconómicos del período 1979-1982. Se puede inferir la caída de la actividad económica al tiempo que se aprecia un importante deterioro de la cuenta corriente.

Cuadro 4

Actividad económica y cuenta corriente

	PIB (Tasa de variación %)	Cuenta corriente (Millones de US\$)
1979	2,4	350
1980	- 4,5	4.728
1981	0,1	4.000
1982	-1,2	-4.246

Fuente: BCV

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 una disminución del precio del petróleo de 47% lo que llevó a las autoridades a devaluar el tipo de cambio preferencial a finales de ese año 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 y del sostenimiento del esquema cambiario. 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, a mediados de 1988 comprometieron severamente la posición de activos externos del BCV.

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 económico apoyado por el FMI que implicó la adopción de un esquema de flotación del tipo de cambio.

II.2. D. Flotación del tipo de cambio

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. Con el nuevo régimen monetario el BCV podía realizar una política monetaria más activa, basada en el control de la base monetaria o de la tasa de interés, según su programa financiero, como efectivamente se comenzó a hacer. 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 se debió 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, debido a contención de la expansión de la base monetaria que aplicó el BCV al utilizar este agregado como variable intermedia de la política monetaria.

Un paso decisivo para la instrumentación de la política monetaria lo constituyó el levantamiento del esquema del control de cambios en 1989, situación que llevó igualmente a la eliminación del mecanismo administrativo de fijación de topes a las tasas de interés. La política monetaria aplicada por el BCV tenía como objetivo específico regular los excesos de liquidez con el propósito de moderar las presiones sobre los precios y el tipo de cambio. La instrumentación de esta política se basó en operaciones de mercado abierto utilizando para ello la emisión de títulos propios denominados bonos cero cupón (BCC). Motivado en decisiones judiciales, el BCV se vio obligado a volver a fijar las tasas de interés para lo cual estableció, en abril de 1990, una banda lo suficientemente amplia para permitir la fluctuación de las tasas de interés (Guerra y Dorta 2003).

Con ese fin se diseñó un piso para la tasa pasiva de 10% y un tope para la tasa activa de 60%. Este esquema se mantuvo sin modificaciones sustanciales hasta 1993. La modalidad de adjudicación de los BCC mediante subastas de montos fijos y precios variables sugería que el BCV aplicaba una estrategia de control del agregado monetario. Sin embargo, en los hechos tal estrategia era más compleja en la medida en que la autoridad monetaria podía cortar la subasta a la hora de adjudicar los títulos cuando apreciaba niveles de rendimiento que consideraba muy elevados. Por lo tanto, aunque formalmente la variable intermedia de la política monetaria era la cantidad de dinero

(base monetaria) en los hechos, mediante la subasta de bonos, el BCV señalizaba la orientación de la política a través del rendimiento de sus instrumentos.

Los resultados de los rendimientos en las subastas servían como referencia para la estructura de tasas del sistema financiero. Ello se corrobora con lo que se afirma en el Informe Económico del BCV de 1992: "...con la subasta semanal de bonos cero cupón emitidos por el Banco Central de Venezuela, con lo cual se logró disponer de un instrumento permanente para el control de los excedentes de liquidez bancaria y se mantuvo la formación de una tasa de interés que constituye una referencia importante para las operaciones que se efectúen en el mercado monetario".

En 1993, el BCV acordó flexibilizar el límite superior de la banda de flotación de las tasas de interés al establecerse una regla según la cual este límite de la banda se determinaba agregando veinte (20) puntos porcentuales al rendimiento promedio de los BCC de la última subasta semanal. Posteriormente, con el objeto de conferirle mayor estabilidad a la tasa de interés, la autoridad monetaria acordó modificar la regla de referencia para la tasa activa al considerar la adición de veinte (20) puntos porcentuales sobre el rendimiento mas alto de los BCC de las últimas cuatro subastas, en lugar del rendimiento promedio de la última subasta de la semana previa.

Como consecuencia de la restricción fiscal y monetaria y además de la devaluación, al unificarse los tipos de cambios, al cierre de 1989 la economía mostró un salto de la inflación conjuntamente de una fuerte contracción para luego retomar una senda de expansión acompañada de un descenso de la tasa de inflación.

La fuerte caída de la actividad económica 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 mediante el manejo de la base monetaria con el objeto de evitar un rebrote inflacionario, todo lo cual se tradujo en aumentos de la tasa de interés que en contexto de aumento importante del crédito bancario, 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 de ese año. 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.

II.2.D. Minidevaluaciones con libertad cambiaria

El viraje en política cambiaria ocurrió en octubre de 1992 al adoptarse tácitamente un esquema de minidevaluaciones para permitir un deslizamiento suave del tipo de cambio que preservara la competitividad del sector transable aunque con ello el BCV perdía grados de libertad para manejar la base monetaria. 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 hizo entrar a la economía en un nuevo ciclo caracterizado por la recesión, todo lo cual repercutió sobre la calidad de la cartera del sistema financiero.

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.

El efecto sobre la economía de tasas de interés reales pronunciadamente positivas que se comenzaron a observar desde 1992 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 aún más 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 a 9,0% la tasa de inflación mensual en junio de 1994, 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 al priorizar un deslizamiento suave del tipo de cambio, hizo que el BCV perdiera el control sobre el dinero base, lo que causó 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.

II.2.D. Control de cambios (III)

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. Así, con este régimen el BCV perdió casi completamente el control de la base monetaria en la medida en que la administración del control de cambios autorizaba las divisas que el BCV debía liquidar a los demandantes finales.

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

Actividad económica, inflación y cuenta corriente

	PIB (Tasa de variación %)	Tasa de inflación (%)	Cuenta corriente (Millones de US\$)
1994	-4,5	60,8	2.541
1995	1,7	59,9	2.014
1996	-2,3	99,9	8.914
1997	4,2	50,0	3.467
1998	-1,8	35,8	-3.253

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 desmantelamiento del control de cambios y la adopción de un esquema de flotación entre bandas.

II.2.E. Bandas Cambiarias

Venezuela comenzó a instrumentar el sistema de bandas cambiarias en julio de 1996, tras desmantelar 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. En esas condiciones, cuando se levantó el control no existía un referente de mercado que permitiera abrir las operaciones cambiarias con un precio específico, por ello la adopción de un sistema de flotación limpia a los inicios.

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 precios¹. 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 guía del sistema de precios. En estas condiciones, el BCV lograba un control parcial de la base monetaria por cuanto a mayor estabilidad del tipo de cambio al interior de la banda menor control se tenía sobre el agregado monetario. Esto sugiere que la política antiinflacionaria descansó más en el anclaje cambiario y menos en el control monetario por parte del BCV.

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 desmantelamiento 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

¹ Para un estudio detallado de la experiencia de las bandas cambiarias en Venezuela, véase Guerra y Pineda (2004): *Temas de política cambiaria en Venezuela*. Colección Economía y Finanzas, BCV.

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 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 fue objeto de cinco realineaciones tal como se expone en el cuadro 5. En cuatro de ellas se ajustó la paridad central hacia la baja, se disminuyó la tasa de deslizamiento y se conservó la amplitud, aunque la última, enero de 2002, se tradujo en un moderado ajuste al alza, tanto en la paridad central de inicio como en la tasa de deslizamiento de la fue la misma. 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 5

Realineaciones de la banda cambiaria

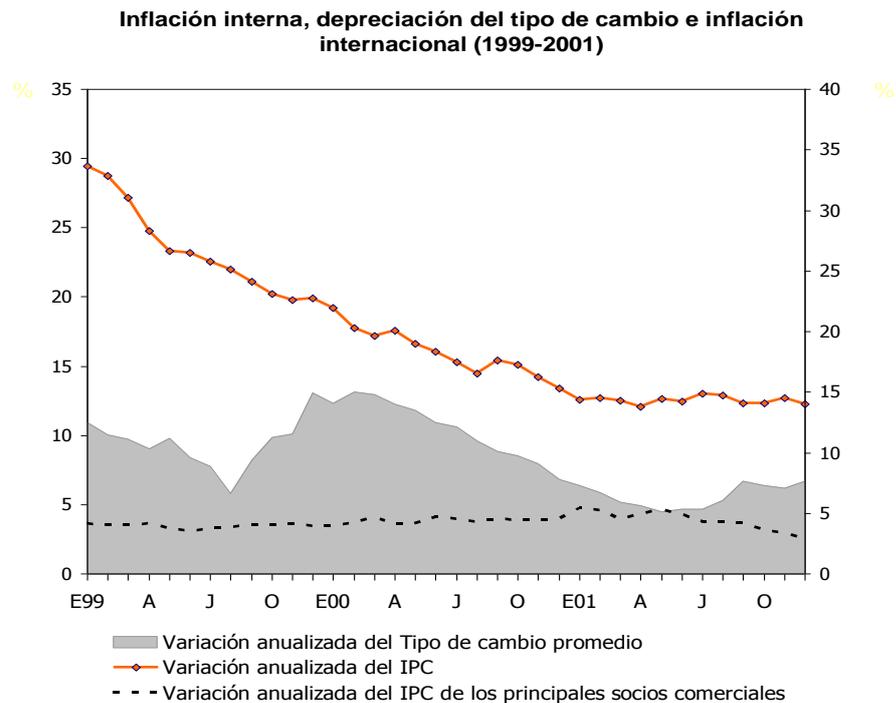
Fecha de realineación	Magnitud de realineamiento de la paridad central (%)	Cambio en el deslizamiento (puntos porcentuales)
2 de febrero de 1997	-8,15	-2,5
31 de julio de 1997	-3,85	-2,8
13 de enero de 1998	-3,67	-1,7
2 de enero de 2001	-7,52	-8,0
2 de enero de 2002	0,93	3,0

Fuente: Guerra y Pineda (2004)

La explicación de la segunda, tercera y cuarta 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. Finalmente, la última realineación obedeció al relativo deterioro del panorama petrolero internacional así como el shock que experimenta la demanda de dinero, que se expresó en una caída de depósitos y una exacerbación de las presiones cambiarias.

La información contenida en el gráfico 2 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 alternancia de los períodos de recesión durante el esquema de bandas. Estos resultados parecieran estar en sintonía con la evidencia empírica internacional según la cual los regímenes de tipo de cambio fijo o más estable tienden a asociarse con menores tasas de crecimiento (Levy-Yeyati E y Sturzenegger F 2000).

Gráfico 2



El comportamiento de la cotización al interior de la banda y sus realineaciones tal como se evidencia en Guerra y Pineda (2004) sugieren que el manejo de la banda por parte del Banco Central le imprimió al tipo de cambio un sesgo a favor de la estabilidad. Ello se corresponde con la intensificación del rol de ancla de la inflación que el Gobierno y el Instituto Emisor le confirieron al tipo de cambio a partir de 1999 (Mensajes de fin año del presidente del BCV, 1999, 2000 y 2001).

Ciertamente, la estabilidad del tipo de cambio que la gestión del sistema de bandas posibilitó, permitió que la economía venezolana atestiguara un proceso de desaceleración de la tasa de inflación que hizo posible que al cierre de 2001 ese indicador se situara en la vecindad de un dígito. No obstante este comportamiento favorable de los precios, desde 2001 se comenzó a percibir que la tasa de inflación mensual anualizada mostraba resistencia a seguir disminuyendo a pesar del anclaje del tipo de cambio, lo que sugería de forma clara que estaba faltando el acompañamiento de la política fiscal para completar la convergencia más rápida de la inflación doméstica hacia la de los principales socios comerciales.

Mientras que inflación exhibía ese patrón inercial, el tipo de cambio real acumulaba un grado de apreciación importante que comenzaba a cuestionar las posibilidades de crecimiento sostenido y que eventualmente incidiría adversamente sobre el sector externo de la economía. Efectivamente, la apreciación del tipo de cambio real operó a favor de la composición de la oferta en favor de los bienes producidos en el exterior lo que comprimía las posibilidades de una mayor expansión de la actividad económica. Adicionalmente, los saldos favorables de la cuenta corriente fueron disminuyendo como reflejo del deterioro de la competitividad exterior de la economía, lo que se expresó en la aparición de un déficit en la cuenta corriente en el cuarto trimestre de 2001, situación que no se observaba desde 1986, tras la debacle de los precios del petróleo.

La sostenida disminución de las reservas internacionales, una situación fiscal muy comprometida por la caída de los precios del petróleo entre finales de 2001 y comienzo de 2002 en un contexto de inestabilidad política, exacerbaron el ataque especulativo que se gestó a lo largo de 2001, todo lo cual debilitó la posición de reservas internacionales del BCV que al 08 de febrero de 2002 había perdido 20% de sus activos externos respecto al saldo al 31 de diciembre de 2001. En estas condiciones, el Banco Central no pudo continuar defendiendo el tipo de cambio y optó por dejarlo flotar a partir del 12 de febrero de 2002.

II.2.F. Control de cambios (IV)

Aunque no se dijo expresamente, se entendió que el nuevo esquema de control de cambio que se comenzó a aplicar el 21 de enero de 2003 sería transitorio, mientras el mercado se estabilizaba debido a las experiencias nada afortunadas del pasado reciente con este régimen cambiario. En los hechos, la instrumentación del control de cambio no ha sido como se anticipó y más bien aparece formar parte de una especie de doctrina económica establecida en Venezuela, con especial énfasis desde 2004 y que consiste en la ampliación sin precedentes del rol del Estado en la economía no solo como regulador de la actividad económica sino también como productor. El Estado considera haber descubierto con el control cambiario virtudes no vistas anteriormente, relativas a una gestión no solamente económica sino también política en el otorgamiento de las divisas, al manejar discrecionalmente las listas de bienes incluidos y excluidos de su otorgamiento.

En sus comienzos la aplicación del control de cambios se realizó con criterios estrictos que implicaron en la práctica cerrar totalmente la economía venezolana al resto del mundo. Así, la adquisición de divisas para las importaciones, transferencias, remesas y pago de deuda, entre otros, estarían sujetos a los términos y condiciones impuestas por Cadivi a través de la publicación de listas de bienes catalogados por esa Comisión como esenciales, previo la presentación de un conjunto de requisitos y trámites ante diversos organismos de la Administración Pública. Similarmente, los ingresos de divisas por exportaciones no petroleras, transferencias, remesas y turismo debían igualmente ser vendidas al BCV por los operadores cambiarios. Por tanto, el sector externo de la economía pasaba a depender de las decisiones de Cadivi.

El tipo de cambio oficial para la venta de divisas se estableció en 1.600 Bs./US\$ mediante el Convenio Cambiario No. 3. Todas las transacciones debían realizarse a esa tasa de cambio al no contemplarse un mercado paralelo para otros tipos de negociaciones o pagos con divisas. Producto de las restricciones impuestas a la adquisición de moneda extranjera, a mediados de marzo de 2003, se comenzaron a transar acciones de la Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela (Cantv) en la Bolsa de Valores de Caracas con los cuales adquirirían ADR en la Bolsa de Nueva York, toda vez que la Cantv cotiza en ese corro. Así, siete acciones de la Cantv en Caracas equivalían a un ADR de la Cantv en Nueva York, que al venderse resultaba un tipo de cambio implícito, el cual se constituyó en el precio de referencia para operaciones que no pasaban por las autorizaciones de Cadivi.

Como ya había sucedido en experiencias anteriores, los tipos de cambio de ese mercado reflejaron un margen considerable con respecto al tipo de cambio oficial, como manifestación de los costos transaccionales y demás barreras de acceso a ese mercado. Tal como sucedió entre 1983 y 1988, en la medida en que se ampliaba la brecha entre los tipos de cambios, el Gobierno optó por hacer ajustes de la paridad oficial, Así, en febrero de 2004 el tipo de cambio oficial se devaluó hasta 1.920 Bs/US\$ y posteriormente en marzo de 2005 se realizó una nueva corrección que lo situó en 2.150 Bs/US\$

En agosto y noviembre de 2003 el Gobierno realizó dos emisiones de deuda pública por US\$ 1.500 millones y US\$ 1.000 millones, respectivamente. En el primer caso para cancelar vencimientos de bonos Brady y en el segundo, para cubrir el servicio de deuda

interna; ambas emisiones se adquirirían en el mercado local con moneda nacional al tipo de cambio oficial de 1.600 Bs./US\$. Al ser negociados estos títulos en el mercado secundario para obtener liquidez en moneda extranjera, se resultaban tipos de cambios implícitos aproximados, según el descuento de cada operación, de 2.300-2.400 Bs./US\$ para la primera emisión y 2.500-2.600 Bs./US\$, para la segunda emisión.

El gran inconveniente con esta práctica es que el tipo de cambio oficial se orienta por el mercado paralelo y cada vez que se rezaga significativamente la cotización oficial el mercado comienza a apostar por una próxima devaluación de la tasa oficial. Ello sugiere que el mercado de cambio oficial mantiene un permanente desequilibrio caracterizado por un exceso de demanda que hace que parte de ésta se satisfaga a un tipo de cambio más elevado, con lo cual la brecha cambiaria tiende a amplificarse. Durante 2005, 2006, 2007 y 2008, el Gobierno procuró una intervención activa en el mercado mediante diferentes modalidades que consistieron en la colocación de deuda en dólares pagadera en bolívares al tipo de cambio oficial, notas estructuradas y bonos de otros países. Una de las formas de intervención ha sido a través de títulos de interés y capital cubierto contra la devaluación y tales títulos se han convertido en el referente del tipo de cambio paralelo en operaciones de permuta, en vista de que al estatizarse la Cantv, sus ADR dejaron de cotizarse en el mercado.

Obviamente, al negociarse esos títulos con el descuento respectivo resultaba un diferencial cambiario de más de 100%, lo que creaba oportunidades insólitas para realizar arbitraje cambiario. De esta manera, de facto se ha conformado un mercado de cambio dual estimulado por el Gobierno, no obstante la aprobación de la reforma de la Ley Contra los Ilícitos Cambiarios el 28 de diciembre de 2007, donde se contempla la existencia de un sistema de cambios con una tasa única. En la medida en que la negociación de esos títulos no ha implicado una afectación de las reservas internacionales, no ha habido una incidencia directa sobre la base monetaria. En general, el control que puede ejercer el BCV sobre el dinero base, en el contexto de este sistema cambiario, es muy limitado por cuanto el ente emisor realiza la entrega de divisas conforme CADIVI las autorice con lo cual el componente externo de la base monetaria se torna endógeno. La forma en que el instituto emisor podría ganar controlabilidad sobre la base monetaria es realizando operaciones de esterilización mediante acciones que afecten el crédito interno neto y de esta forma producir una recomposición del dinero primario.

Referencias

- Adriani A (1937): *Labor venezolanista*. Reeditado por la ANCE, 1985
- Astorga P (2000): *Un vecindario al cual pertenecemos*. En Venezuela Siglo XX, Fundación Polar, Tomo I
- Bello Paoli C (2000): *Oro y billetes: BCV contra BVC*. En Venezuela Siglo XX, Fundación Polar, Tomo III
- Betancourt R (1937): *Lo que se llevan y lo que nos dejan las compañías petroleras*. En Manuel Caballero: Betancourt: Leninismo, revolución y reforma. FCE, 1997
- Betancourt R (1939): *¿Qué es y para qué servirá el Banco Central de emisión*. Diario Ahora 13 de junio, en Problemas venezolanos. Editorial Futuro
- Crazut R (1995): *El Banco Central de Venezuela*. BCV, cuarta edición.
- Denis P (1939): *Memorándum sobre la creación de un Banco Central de Venezuela*, en Manuel Egaña :Documentos relacionados con la creación del Banco Central de Venezuela, BCV, 2006
- Dorta M y Guerra J (2004): *La relación entre las tasas de interés de los instrumentos de política monetaria y las tasas de interés del mercado financiero*. Revista del BCV, Vol. XVII, No 2, 2004.
- Guerra J y Pineda J (2004): *Temas de política cambiaria*. Colección Economía y Finanzas, BCV
- Krivoy R (2000): *No nos importa aunque pueda acabarnos*. En Venezuela Siglo XX, Fundación Polar, Tomo II
1965
- Levy-Yeyati E y Sturzenegger F (2000): *Exchange rates regimes and economic performance*. Mimeo Universidad Torcuato Di Tella.
- Machado Gómez A (1967). *Crisis y recuperación*. BCV
- Mayobre J.A (1941): *La paridad del bolívar*. Obras Escogidas, BCV, 1982
- Max H (1938): *Informe sobre el Proyecto de Ley del Banco Central de Venezuela*, en Manuel Egaña: Documentos relacionados con la creación del Banco Central de Venezuela, BCV,2006

Peltzer E (1954): *La reorganización del sistema cambiario venezolano*. Ensayos sobre economía, BCV 1965

Peltzer E (1946): *El sistema de cambios en Venezuela*. Ensayos sobre economía, BCV, 1965

Pérez Dupuy H (1937): *Aspectos de la economía venezolana*. Revista de Hacienda, No 5, Julio-Septiembre.

Rodríguez F (2006): *Caudillos, políticos y banqueros: Un ensayo sobre el surgimiento e incidencia de las instituciones económicas venezolanas antes del petróleo*. En Pineda y Sáez. Crecimiento económico en Venezuela: Bajo el signo del petróleo. BCV.

Silva C.R (1990): *Medio siglo del Banco Central de Venezuela*. ANCE

Uslar Prieti A (1936): *Sumario de economía venezolano para alivio de estudiantes*. Fundación Eugenio Mendoza, 1958

Veloz R (1937): *Historia del cambio en Venezuela*.