

Estabilización, crecimiento y política cambiaría en Venezuela

*Francisco Sáez
Leonardo Vera
Luis Zambrano Sequín*

Marzo, 2018

Sumario

La crisis económica en Venezuela exige un cambio radical de políticas, entre las cuales destaca, por su relevancia y carácter controversial, la política cambiaria. En este documento se caracteriza la política cambiaria en Venezuela, identificando las razones que explican la naturaleza del régimen cambiario dominante y evaluando su desempeño a la luz de la literatura especializada y la experiencia reciente. Se analizan las principales ventajas y desventajas de los regímenes cambiarios susceptibles de ser adoptados, tomando en consideración la influencia de algunos aspectos específicos o idiosincráticos de la economía venezolana. Se focaliza el interés en el tema de la flexibilidad del tipo de cambio, que se entiende como un proceso donde deben superarse ciertas etapas y conjugarse ciertos requerimientos en el marco de un programa integral de estabilización y reformas estructurales que busque reducir la inflación y salir de la profunda recesión en que se encuentra la economía. Las debilidades institucionales sugieren la adopción de una estrategia gradualista, lo cual exige diferenciar con precisión las diferentes fases que la componen: la salida ordenada, la estabilización y el crecimiento sostenido. La política cambiaria debe cumplir diferentes funciones en cada una de esas fases; para desempeñarlas adecuadamente se requiere, a su vez, el cumplimiento de un conjunto de condiciones institucionales, financieras, políticas y sociales. Especial atención exige el análisis de la probable situación inicial de la economía para el momento en que se debe producir la unificación del tipo de cambio, ya que ésta determina la ruta general de acciones de política durante esta etapa crítica de ajustes y reformas. Asimismo, se consideran diferentes estrategias en el periodo transitorio que pudieran conducir a un régimen de flotación administrada del tipo de cambio nominal. Por último, se analizan las características básicas del manejo de la política cambiaria bajo un régimen de flexibilidad, que debe ser acompañado de una política monetaria centrada en la consecución de objetivos inflacionarios. A lo largo del trabajo se enfatiza la necesidad de comprender el manejo del régimen cambiario como un proceso de aprendizaje que se desarrolla dentro de un marco institucional, evitando así caer en el error de considerar a la política cambiaria como una respuesta estática e incontrovertible.

Palabras clave: Venezuela, régimen cambiario, estabilización

JEL: E52, E58, E61, F31, F32

Contenido

Introducción	7
1. Caracterización del régimen cambiario vigente y la economía política de la determinación del tipo de cambio.....	14
1.1 Desequilibrios macroeconómicos en la actual coyuntura	15
1.2 Caracterización del régimen cambiario en el período más reciente (2013-2017): sobre la senda inestable	24
1.2.1 ¿Qué explicaría la preferencia por un tipo de cambio oficial fijo?	29
1.2.2 Factores relacionados con el régimen fiscal	31
1.2.3 Aspectos distributivos y de economía política	32
1.3 Régimen cambiario “de jure” y “de facto” en el período reciente.....	33
1.3.1 Controles cambiarios	37
1.3.2 Tipos de cambios diferenciales	38
1.3.3 Tipo de cambio paralelo	40
1.3.4 Crisis cambiaria y tipo de cambio en caída libre (<i>free falling exchange rate</i>).....	42
1.3.5 ¿Cuándo se gestó el <i>freely falling</i> ?	44
1.4 Volatilidad del tipo de cambio real.....	46
1.5 Desalineamiento con respecto al tipo de cambio real de equilibrio (la tendencia a apreciar el tipo de cambio).....	47
1.6 Implicaciones, en el contexto actual, de la política cambiaria	49
1.6.1 La asignación de recursos	50
1.6.2 El crecimiento económico.....	51
1.6.3 Inflación	52
1.7 Agotamiento del régimen de “ <i>soft peg</i> ”	55

1.8 Dilemas de política cambiaria en la actual coyuntura.....	57
2. Alternativas al actual régimen cambiario	61
2.1. ¿Hay un régimen cambiario óptimo?	61
2.2. ¿Hay un objetivo prioritario de la política cambiaria?	62
2.3. ¿Tipo de cambio fijo o tipo de cambio flexible?.....	64
2.3.1. La naturaleza de los choques	65
2.3.2. La rigidez de precios y salarios	68
2.3.3. La credibilidad y la calidad institucional	68
2.3.4. El desarrollo del sistema financiero	70
2.3.5. Los controles sobre el movimiento de los capitales	71
2.3.6. El nivel de las reservas internacionales	71
2.3.7. La tasa de inflación prevaleciente.....	72
2.3.8 El tema distributivo	75
2.4. Regímenes de tipo de cambio intermedios.	77
2.5 Economías petroleras y regímenes cambiarios.....	81
2.6 Flexibilidad cambiaria y anclaje nominal.....	83
2.7 Cambios en el mercado petrolero y el régimen cambiario.....	85
2.8 El tipo de cambio competitivo en una economía petrolera.....	87
2.9 ¿El tipo de cambio respecto al dólar o a una cesta de monedas?.....	90
2.10 Desarrollo de las instituciones y la política cambiaria.....	92
3 ¿Es deseable y factible un régimen de mayor flexibilidad para Venezuela? .	95
3.1 Adiós a la fijación y cuidado con la flotación pura.....	95
3.2 ¿En qué espacio se mueve un régimen de mayor flexibilidad para Venezuela?	99

3.3	¿Por qué Venezuela no puede ir de inmediato a un régimen flexible?	102
3.4	La flexibilidad se gana gradualmente.....	105
3.5	¿Que opción(es) podrían vislumbrarse para el caso venezolano?	106
4	Condiciones iniciales y la unificación del tipo de cambio.....	109
4.1	Las distorsiones del actual régimen cambiario y la unificación de la paridad	109
4.2	La fase de unificación cambiaria	112
4.2.1	Los requerimientos iniciales básicos para la unificación cambiaria	114
4.2.2	Sobre cómo operar en la fase de la unificación cambiaria	117
4.2.3	¿Cuándo termina la unificación y comienza la fase de estabilización?	119
4.2.4	¿En qué circunstancias la unificación puede fallar?	119
4.3	Los ámbitos de acción en la fase de unificación	120
5	Régimen cambiario en la fase de estabilización: bandas cambiarias	122
5.1	La banda horizontal	124
5.2	Banda deslizante (<i>Crawling Band</i>) con amplitud móvil (BBC).....	125
5.3	Desarrollo del mercado de divisas	126
5.4	Intervención del Banco Central en el mercado de divisas	128
5.5	Adopción de un ancla nominal alternativa.....	130
5.6	Gestión y supervisión del riesgo cambiario	132
5.7	Control sobre el movimiento de capitales.....	133
5.8	Causas de la reversión de la política cambiaria en la transición.....	136
6	Régimen cambiario de flotación administrada y bases para la adopción de un esquema de metas de inflación	138
6.1	Definición del régimen cambiario (¿en qué consiste?)	139

6.2	Requerimientos político-institucionales que hacen viable un régimen de flotación administrada.....	141
6.3	Consistencia de la política económica bajo un régimen de flotación administrada	143
6.3.1	Con relación a la política fiscal.....	143
6.3.2	Con relación a la política monetaria	144
6.3.4	Con relación al movimiento de capitales.....	146
6.3.5	Con relación a las políticas complementarias	147
6.4	Aspectos operacionales de un régimen de flotación administrada	149
6.4.1	Estructura y gestión del mercado cambiario.....	150
6.4.2	Criterios que determinan la intervención del Banco Central en el mercado cambiario	152
6.5	Factores que podrían revertir el régimen de flotación administrada ..	159
6.6	Conclusiones sobre la flotación administrada.....	160
	Síntesis y conclusiones	162
	Bibliografía	174

Introducción

El diseño de la política cambiaria está en el epicentro de la discusión sobre estabilización y reformas en Venezuela ¿Cuál debe ser el régimen objetivo? ¿Qué papel debería jugar el tipo de cambio durante el proceso desinflacionario? ¿Cuáles son los elementos de economía política que condicionan el manejo de la política cambiaria? Sobre estas y otras complejas preguntas ha surgido un activo debate que ha tenido lugar principalmente en foros, seminarios y portales de información.

Entre los analistas económicos las diferencias de criterio respecto a estos temas pueden ser notables. No obstante, parecen existir al menos dos puntos en común; en primer lugar, la necesidad de generar una reducción del diferencial cambiario, o directamente la unificación inmediata del tipo de cambio y, en segunda instancia, la necesidad de converger hacia un régimen de tipo de cambio más flexible.

El acuerdo implícito tras estos lineamientos básicos es que el nuevo esquema, cualquiera que éste sea, debe impedir la apreciación cambiaria y las distorsiones asociadas con el racionamiento de divisas. En general, este régimen alternativo también debe ser más transparente y cónsono con el funcionamiento de un mercado donde se garantice la convertibilidad y puedan confluir oferentes y demandantes.

Por otra parte, y aunque resulta menos frecuente recurrir a este argumento, también implícitamente, tras la flexibilidad, pudiera estar el deseo de recuperar ciertos grados de libertad en el manejo de la política monetaria y, por último, aunque no menos importante, el reconocimiento de que la insuficiencia reservas internacionales obliga, en cierto modo, a la flexibilidad¹.

¹ Según esta lógica, más que conveniente, la flexibilidad cambiaria pareciera resultar inevitable. Los argumentos referidos a la capacidad de un régimen flexible para enfrentar los choques externos y recuperar la política monetaria no hacen sino complementar lo que casi resulta obligado en el actual contexto, dado el nivel mínimo de las reservas internacionales y los elevados compromisos por el servicio de la deuda externa.

Dentro de las alternativas propuestas para Venezuela se encuentra la libre flotación (Palma, 2015), la flotación manejada (Vera, 2017) o la utilización de las bandas cambiarias (Pérez Martí, 2013). Incluso, en un marcado contraste, se ha propuesto evaluar la libre circulación del dólar o directamente la dolarización de la economía para favorecer una rápida reducción de la tasa de inflación y la estabilidad monetaria (Gallo, 2017).

En cuanto a las reformas se han propuesto una hoja de ruta para el rediseño de la política cambiaria (Santos, 2015) y se han presentado los lineamientos generales y opciones financieras que harían viable una transición (Hausmann y Santos, 2017). En lo que se refiere a la velocidad relativa de la unificación, también pueden encontrarse posiciones dispares. Desde quienes consideran que debe hacerse de forma expedita, a quienes recomiendan una transición progresiva. En este último caso se argumenta que es posible obtener información valiosa desmontando el control de cambios paulatinamente, simplificando trámites y manteniendo límites semanales a la adquisición de divisas (Balza, 2016).

Otros por su parte, preocupados por la débil señalización que implicaría mantener los controles o por los elevados costos de mantener las distorsiones, se inclinan por una rápida unificación del tipo de cambio y perfecta convertibilidad (Rodríguez, 2016). Esta posición contrasta con quienes abogan por la gradualidad o mantener ciertas restricciones a los movimientos de capital al menos en el corto plazo (Palma, 2003; Zambrano, 2017). De esta forma, tanto las características precisas del nuevo régimen cambiario, como la ruta de acción durante el proceso de estabilización, sigue siendo un debate abierto.

Por otra parte, las condiciones macroeconómicas iniciales de Venezuela son claves para comprender el espíritu de las reformas y, dentro de ellas, el papel que pudiera jugar la política cambiaria. En principio, la magnitud de los desequilibrios simplemente vista desde la perspectiva del diferencial cambiario o la inflación, luce enorme, mientras que el déficit fiscal, el financiamiento

monetario y los controles de precios resultan claramente incompatibles con la estabilización o el crecimiento.

Es comprensible entonces el deseo de sustituir el actual régimen de tasas de cambio diferenciales y control en la distribución de las divisas, por un esquema menos distorsionante y más compatible con los objetivos de estabilidad macroeconómica y estímulo a la actividad económica.

En este contexto es natural preguntarse ¿cuál es papel previsible de la política cambiaria durante la desinflación? ¿Cuáles son las restricciones institucionales o de economía política previsibles? Estos elementos también deben tomar en cuenta que, si la transición cuenta con el soporte de organismos multilaterales, la posición del personal técnico que estructura los acuerdos de financiamiento será clave en el diseño final de cualquier programa que se desee implementar.

Los aspectos distributivos y aquellos relacionados con la eficiencia en la asignación de los recursos son centrales en el debate sobre la política cambiaria. Ésta, cruza transversalmente al resto de las políticas (fiscales, comerciales, monetarias) pero sobre todo determina, en un complejo juego de economía política, quienes serán los ganadores y perdedores de las reformas.

Si bien es cierto que a corto plazo la reticencia al cambio puede superarse, gracias a la necesidad impostergable del plan antiinflacionario, en el largo plazo el régimen cambiario queda condicionado a modificaciones del entorno y, especialmente, a los choques petroleros que afectan las estrategias y acciones de los diferentes sectores productivos, votantes o grupos de presión.

Cualquier estrategia relacionada con la definición de un esquema cambiario de largo plazo que no considere estos elementos de economía política será de algún modo, insostenible o, al menos, sujeta a problemas de inconsistencia intertemporal. Pero evidentemente, esta vulnerabilidad depende más del diseño institucional y de la voluntad política que impulsa las reformas, que de la selección de un determinado régimen cambiario.

En cualquier caso, es importante tomar en cuenta que la sustitución del actual régimen cambiario por uno que suponga una mayor flexibilidad sólo es posible tras un proceso de transición que siga una ruta específica y dónde se cumplan ciertas condiciones.

En general, el conjunto de acciones se determina en función de la secuencia de las reformas y la velocidad del ajuste. Un ejercicio de ordenamiento y esquematización de este curso de acción exige analizar la gestión del tipo de cambio no oficial y el tratamiento de los movimientos de capital durante la fase de emergencia y estabilización macroeconómica.

Aunque este tipo de análisis típicamente requiere la construcción de escenarios macrofinancieros, en este documento estos aspectos no serán abordados en el marco de una programación fiscal, monetaria y financiera específica, por lo que no se pretende calibrar la coherencia cuantitativa entre la política cambiaria propuesta y otras dimensiones de la política económica. El objetivo, más modesto, de este estudio es presentar un marco conceptual que sirva de base para determinar el papel de la política cambiaria en Venezuela, fundamentalmente durante la transición a un régimen objetivo. Para ello, se realiza una revisión de la literatura y se ordenan los distintos elementos teóricos que deben ser considerados a la hora de evaluar, proponer o diseñar una estrategia cambiaria alternativa.

Estos aspectos pueden ser agrupados bajo tres estadios del proceso de transición que, de alguna manera, se identifican con el pasado, presente y futuro de la política cambiaria:

(a) *La caracterización del esquema vigente y la economía política de la determinación del tipo de cambio.*

Es importante tener una idea acabada sobre los aspectos institucionales que han conducido a la actual coyuntura pues la definición del régimen cambiario objetivo está condicionada por este primer diagnóstico.

Dos características resultan las más resaltantes: la primera, es que el tipo de cambio juega un rol central como instrumento de distribución de la renta petrolera; y la segunda, que la historia reciente parece sugerir que en Venezuela existe un conjunto de incentivos que favorece la adopción de regímenes de tipo de cambio fijo.

La influencia de los factores tras este sesgo parece además ser persistente y responder a algún tipo de racionalidad que debe ser comprendida. De esta forma, no resultan triviales las reglas de intervención más adecuadas y tampoco es obvio determinar en qué medida o en qué condiciones el tipo de cambio pueda ser un pivote de la estrategia de desarrollo. Todas estas consideraciones caracterizan el “punto de partida”.

- (b) *Las decisiones de política o ruta de acciones que harían posible la transición a un régimen más flexible (fase de unificación y estabilización).*

Una primera cuestión es determinar cuál es el papel de la política cambiaria en lo inmediato. Es decir, durante el inevitable proceso de estabilización de la economía.

Durante esta etapa el esquema cambiario propuesto debe ser compatible con el conjunto de reglas fiscales y monetarias consistentes con el abatimiento de la inflación. Mientras dure el proceso desinflacionario, la secuencia de las reformas, y especialmente la velocidad del ajuste fiscal, es clave para definir el alcance de la política cambiaria.

Este es un aspecto donde el aprendizaje que se deriva de los estudios de casos resulta de gran relevancia. En particular, el análisis de estas experiencias pone de manifiesto que, mientras se ordena la política fiscal y monetaria, el manejo del tipo de cambio resulta clave para incidir sobre la credibilidad del programa, la inercia inflacionaria y la consolidación de las cuentas fiscales. Asimismo, resulta importante evaluar el tratamiento de las operaciones comerciales y de capital.

- (c) *Los elementos por considerar para la definición del régimen cambiario una vez que se ha avanzado en la estabilización macroeconómica.*

Este es un tema relevante en el largo plazo. En un escenario optimista, donde la tasa de inflación se sitúa a un dígito y la gestión fiscal resulta sostenible, cabe preguntarse cuál es ahora el papel del tipo de cambio como herramienta de política para favorecer el crecimiento económico o estabilizar las fluctuaciones del producto.

El diseño de una política cambiaria óptima debe tomar en consideración los aspectos idiosincráticos de la economía venezolana y, en especial, su extrema exposición a los choques externos. Igualmente hay que tener en cuenta los condicionantes institucionales y regulatorios que exige el régimen cambiario objetivo. Así mismo, debe considerarse que la política cambiaria pudiera ser una herramienta clave para afectar los precios relativos y, por esta vía, la estructura productiva.

Finalmente, hay que tener en cuenta que el papel de la política cambiaria puede variar en función de la selección del ancla monetaria, las reglas fiscales y los objetivos generales de política económica. Por ello, se debe evaluar la coordinación entre la política fiscal y monetaria en el contexto de una determinada estrategia de desarrollo.

El aporte de este trabajo, creemos, es doble. Por un lado, pretende servir de guía para el análisis de los aspectos que tienen que ver con la formulación de un nuevo régimen cambiario para Venezuela, proponiendo un marco conceptual para el análisis de los problemas asociados con la consistencia de la política económica y la secuencia de las decisiones que permiten el abandono del esquema actual. Por otra parte, se busca esquematizar los pros y contras de las distintas alternativas de política que han sido propuestas para enfrentar la coyuntura; ordenando y sistematizando el debate cambiario a la luz de la literatura relevante, poniendo especial atención en las implicaciones

distributivas de las políticas y las características estructurales de una economía petrolera como la venezolana.

El trabajo se organiza en seis capítulos como sigue: en la primera sección se caracteriza la política cambiaria en Venezuela destacando los principales aspectos de economía política que la determinan. En la segunda se presenta una discusión sobre los pros y contras de las distintas las alternativas cambiarias tomando en cuenta la naturaleza petrolera de nuestra economía. En el tercer capítulo se discuten las razones que podrían justificar la adopción de un régimen cambiario flexible en Venezuela. En el cuarto se caracterizan las condiciones iniciales y los retos que deben ser enfrentados durante el proceso de unificación cambiaria, y se propone una estrategia de flotación transitoria que sienta las bases para la adopción de un régimen de más largo aliento. La quinta sección se dedica a describir la estrategia general para el manejo de la política cambiaria durante el período de estabilización o desinflación, sus fases y las políticas complementarias asociadas al régimen cambiario. En el último capítulo se presentan las condiciones generales y los aspectos operativos relacionados con la adopción de un régimen de flotación administrada del tipo de cambio nominal para Venezuela, que debe ser acompañado con una política monetaria que persiga metas explícitas de inflación.

Este trabajo no se hubiese podido realizar sin el decisivo apoyo de la Corporación Andina de Fomento quién no sólo brindó el apoyo financiero, sino que facilitó un valioso intercambio de ideas con un selecto grupo de economistas que forman parte de su *staff* profesional. De más está advertir que las opiniones aquí expresadas son estricta responsabilidad de los autores.

1. Caracterización del régimen cambiario vigente y la economía política de la determinación del tipo de cambio

Es claro que la política cambiaria es uno de los engranajes clave de cualquier programa de ajuste y estabilización. También es pieza fundamental para pensar en esquemas de transformación productiva, comercio y crecimiento económico. Sin embargo, en la actual coyuntura económica de Venezuela todos los indicadores dan cuenta de una debacle de inmensas proporciones que hacen pensar en el comportamiento del tipo de cambio y las propias reservas internacionales, como un reflejo de circunstancias sobrevenidas antes que el resultado de un determinado arreglo cambiario especialmente diseñado para atender algún objetivo específico de política económica. Por otra parte, desde una visión retrospectiva, y a la luz de las crisis de los ochenta, todo parece indicar que el régimen de tipo de cambio fijo, en cualquiera de sus versiones, ya no funciona.

Diversos síntomas son claros respecto a la necesidad de implementar medidas correctivas y definir una estrategia coherente de crecimiento, lo cual podría incluir la adopción de un nuevo arreglo cambiario. En efecto, el control cambiario ha sido agotado; la hiperinflación en ciernes, récords en los niveles de pobreza, una economía sobre endeudada y la mayor caída del ingreso per cápita registrada desde la creación de las cuentas nacionales del país, no pueden estar acompañadas sino de un tipo de cambio volátil e incapaz de contener información confiable que pueda ser utilizada, para enviar señales de confianza a los agentes económicos, o incluso, para asignar recursos intra o intertemporalmente.

Pero la observación anterior no solo aplica para el tipo de cambio, sino que puede ser extendida a todo el sistema de precios, que ha perdido capacidad para cumplir con sus funciones básicas de transmitir información para la toma de decisiones. Ello, debido a las distorsiones y gran volatilidad de las variables nominales, pero también por la pérdida de credibilidad en la moneda y por la direccionalidad de las políticas aplicadas. En estas circunstancias, cualquier

rol que se le quiera otorgar a la política cambiaria tiene que ser definido o enmarcado dentro de un conjunto de actuaciones y reformas que deben ser implementadas con el propósito de lograr un mínimo de estabilidad macroeconómica.

Desde esta perspectiva, el régimen cambiario, no es en sí mismo un instrumento para lograr un objetivo, sino que debería formar parte de una estrategia general antiinflacionaria que todavía está por definirse y que incluye una secuencia de reformas que abarcan, entre otros aspectos, la banca central, el mercado laboral y una reforma fiscal. Todas ellas, medidas insoslayables que se presentan con una característica muy particular por primera vez en la historia reciente, y es que el país se encuentra en una situación en la cual la depreciación del tipo de cambio nominal pudiera deteriorar el resultado de la gestión fiscal en moneda doméstica en la medida en que los compromisos en divisas del Estado, superan a sus ingresos, lo cual exige pensar detalladamente en el soporte financiero que permitiría viabilizar cualquier programa inflacionario.

En este capítulo se intenta identificar algunas áreas de investigación que deben ser exploradas antes de acometer las reformas. En particular, se pretende determinar la naturaleza de los principales dilemas de política cambiaria contribuyendo así a generar un marco conceptual que sirva de punto de partida para la reflexión y el debate, donde se traten temas como ¿Qué caracteriza el régimen cambiario vigente? ¿Se han “agotado” los esquemas de fijación en Venezuela? ¿Por qué? ¿Cuál es la naturaleza de los principales desequilibrios? Creemos en la necesidad de indagar en estos aspectos para diseñar un plan general de acción coherente e incrementar la probabilidad de éxito de las reformas.

1.1 Desequilibrios macroeconómicos en la actual coyuntura

La crisis económica en Venezuela ha estado caracterizada por al menos tres desequilibrios fundamentales, íntimamente interrelacionados, que condicionan

la política cambiaria, en el sentido de que comprometen o dificultan la adopción de una estrategia de salida ordenada.

- (1) En primer lugar, destaca el desequilibrio externo. Reflejo, no solo del menor ingreso petrolero, sino del hecho de que las entradas y salidas de capital privado se sitúan en mínimos históricos². Todo ello, en un contexto donde estos flujos se han restringido en el marco del control de cambios y el país presenta, virtualmente, una situación de aislamiento financiero³.

Por otra parte, la asignación de divisas ha estado condicionada por el pago de la deuda pública externa y criterios discrecionales, lo cual ha reducido el margen de reservas líquidas para operar en el mercado cambiario. Con ello, la demanda de divisas del sector privado ha quedado desatendida y sin una referencia clara de mercado.

Además, y al contrario de lo ocurrido en ocasiones anteriores, los escenarios petroleros indican que es poco probable que se registre un boom externo que permita postergar los ajustes. A pesar de este escenario adverso, la principal preocupación no proviene tanto del precio del petróleo como del volumen de producción de crudo, que se presenta como la mayor restricción, al menos, en el corto plazo. Efectivamente, los datos de producción de petróleo de Venezuela, así como de taladros activos reportados en los Gráficos N° 1.2 y 1.3, dejan ver claramente cuan delicada

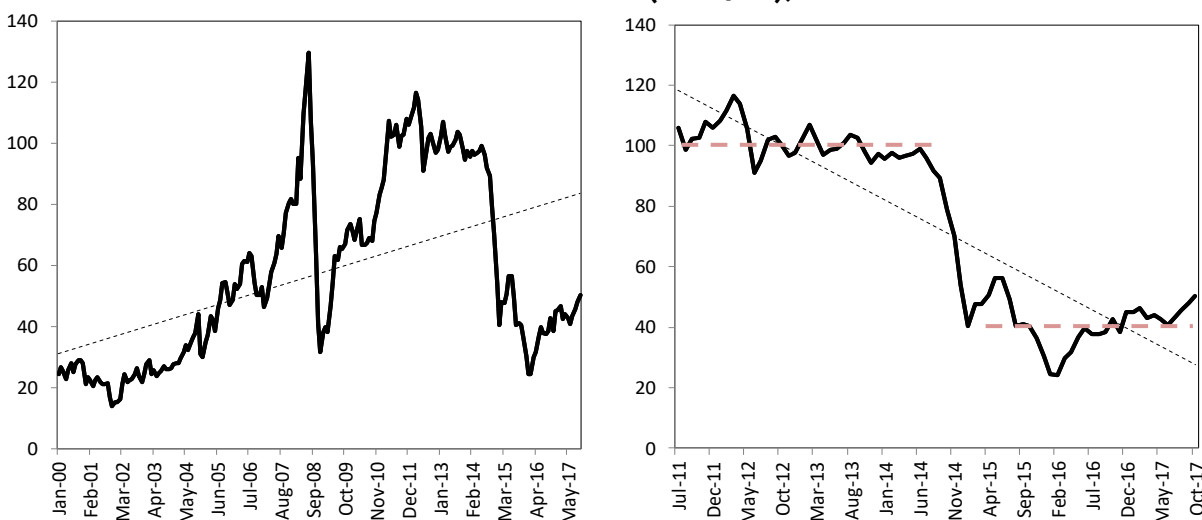
² La mejor fórmula que encontramos para explicar este problema es considerando el flujo neto no financiero de entradas de divisas (entradas menos salidas de divisas por operaciones de comercio) y compararlos o contrastarlo con las salidas financieras, que en el caso venezolano consisten básicamente en servicio de la deuda pública externa. Esta es desde luego una comparación algo gruesa, pero en cualquier caso un seguimiento a los flujos más importantes es más que suficiente para dejar entrever la naturaleza del problema.

³ Consideremos en primer lugar que la corriente de ingreso de divisas más importante que tiene Venezuela hoy día es la que proviene de la venta de crudo y sus derivados y que ella constituye cerca del 95% de los ingresos por exportaciones. El Gráfico N° 1.1, deja ver claramente cómo los precios del petróleo luego de su dramática caída hacia el año 2014, exhiben una gradual recuperación pero que los ubica en niveles todavía muy por debajo de los 100 US\$ por barril registrados durante el lapso que va del segundo semestre de 2011 hasta el primer semestre de 2014.

es la situación de la producción y en consecuencia de los ingresos externos.⁴

En situación de extremo desequilibrio, el deterioro del sector externo se refleja, en parte, como una crisis de credibilidad en el modelo de crecimiento, en la sostenibilidad de las políticas e incluso en la estabilidad del arreglo social que permite dar un mínimo de viabilidad a la actividad económica. Esta situación deriva en un crecimiento exponencial de algunos indicadores que suelen ser extremadamente sensibles a las expectativas de los agentes económicos como es el caso de *premium* o diferencial cambiario⁵.

Gráficos N° 1.1
Evolución de los Precios del Crudo (US\$/bl), Ene-2000 a Oct-2017

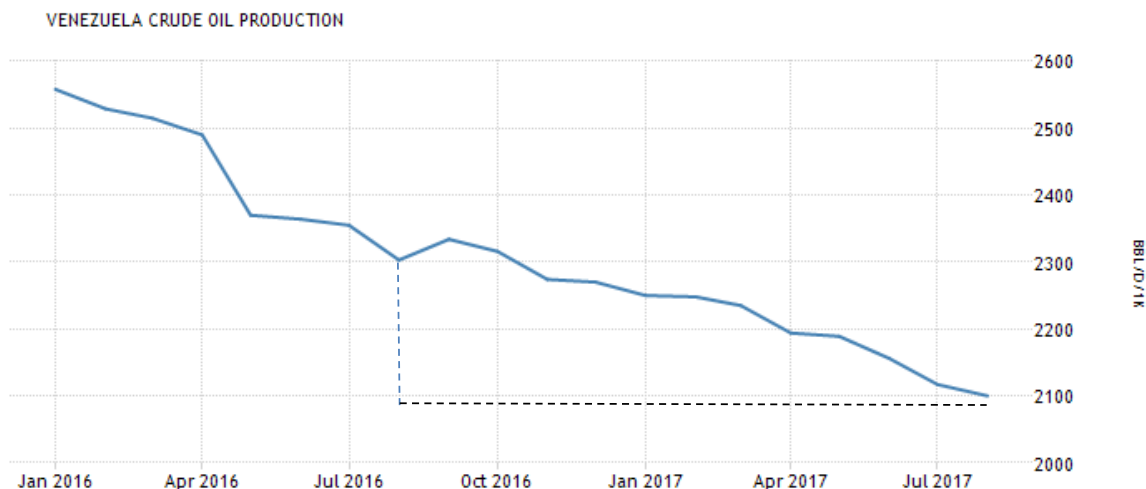


Fuente: Datos del Ministerio de Petróleo

⁴ Por el lado de la producción, Venezuela registra en los últimos meses de 2017 una caída promedio diaria cercana a los 200 mil barriles. Si se mira al número de taladros activos, un buen indicador de lo que puede ocurrir con la producción futura, la caída es de magnitudes no vista, pasando de un promedio cercano a los 75 taladros en el periodo 2012-2014, a un promedio de 45 taladros en los últimos 12 meses. De hecho, en el mes de septiembre de 2017, el número de taladros activos alcanzó un mínimo de 39. En perspectiva, la caída en el número de taladros activos avizora mayores dificultades para la producción en el futuro, pero no es sólo el número de taladros lo que ha venido construyendo la producción. Problemas con la inyección de gas en los pozos (un elemento asociado a la producción de crudo), problemas con la energía eléctrica, dificultades con las piezas y partes, y en general con el mantenimiento ordinario de los pozos están gravitando alrededor de la producción, especialmente la que controla directamente PDVSA.

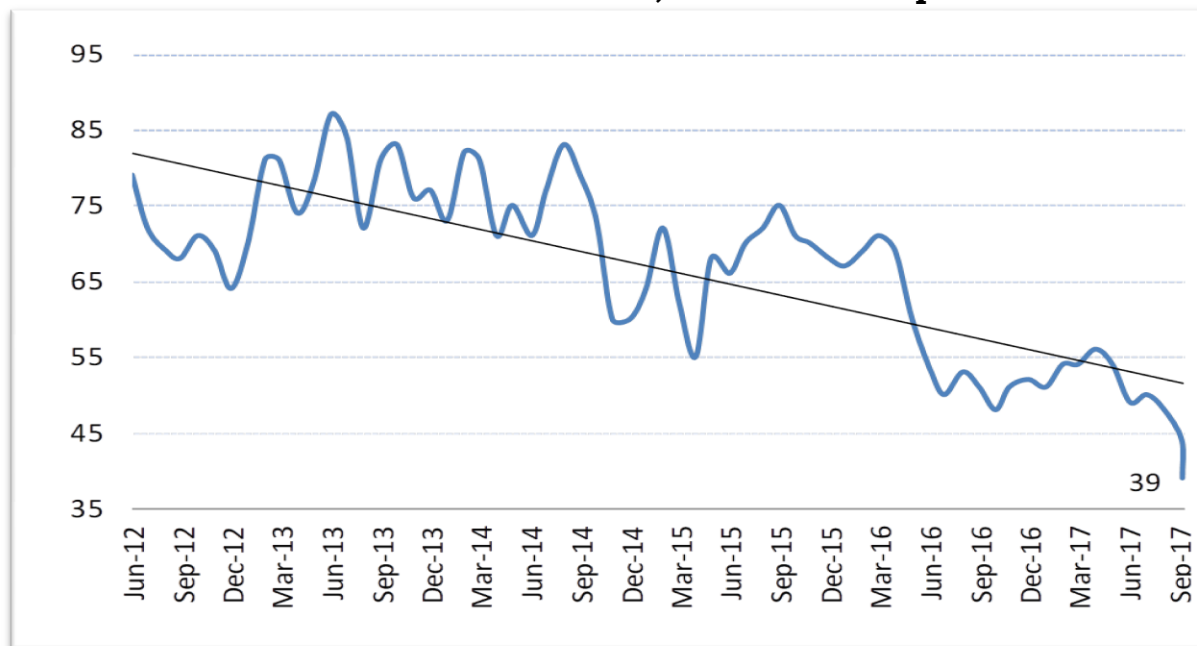
⁵ Medido como el ratio entre el tipo de cambio paralelo y el oficial.

Gráfico N° 1.2
Producción de Crudo (Miles de bl), Ene-2016 a Sep-2017



Fuente: Tradingeconomics.com y Organización de Países Exportadores de Petróleo

Gráfico N° 1.3
Número de Taladros Activos, Jun-2012 a Sep-2017



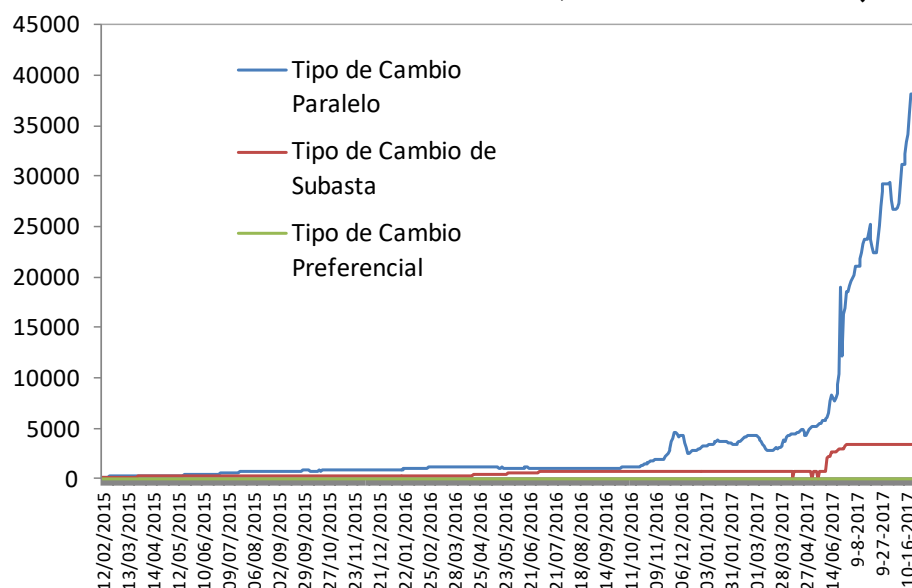
Fuente: Datos de Baker Huges

A fin de comprender la dinámica de este indicador, es conveniente recordar que hasta el mes de septiembre la demanda de divisas en Venezuela se atendía a través de dos mecanismos y un mercado. A nivel oficial los mecanismos eran los denominados DIPRO (para la demanda de bienes “esenciales”) y DICOM (para la demanda de bienes “no-esenciales”). En el

primero de estos mecanismos se asignaban las divisas discrecionalmente para traer bienes “esenciales” a la tasa de Bs./US\$ 10. En el segundo, mediante un mecanismo de subasta, se atendió por un tiempo la demanda de bienes “no esenciales” a una tasa deslizante que llegó a marcar una cotización final en septiembre de 2017 de Bs./US\$ 3.445, es decir más de 300 veces la cotización del mecanismo DIPRO. En la medida que la crisis de liquidez en divisas se ha agudizado y que las asignaciones en estos mecanismos han disminuido, o han sido suspendidas (como en el mecanismo DICOM), el mercado paralelo, aunque no oficial y de carácter ilegal, se ha convertido en un mercado dominante y de referencia esencial para la formación de precios internos.

La evolución de la cotización que se administra o que se forma en los tres mecanismos cambiarios antes comentados se muestra en el Gráfico N° 1.4. Como se puede observar, a partir del segundo trimestre de 2017 un asombroso ascenso del precio de la divisa en el mercado paralelo se hace evidente y, obviamente, no es casual que coincida con el renovado ascenso que la tasa de inflación mensual exhibe desde entonces.

Gráfico N° 1.4
Tasas de cambio diarias en Venezuela, 2015:2-2017:10 (Bs/US\$)



Fuente: Datos del BCV y DolarToday

Es así, que entre los meses de octubre y noviembre de 2017 las concentraciones de pago por concepto de servicio de deuda pública externa alcanzaron sus valores máximos durante el año, lo que tuvo como consecuencia una suspensión de las subastas por el sistema DICOM. De esta forma, el mercado paralelo explotó y con él la tasa inflación toda vez que el tipo de cambio no oficial es la referencia de “mercado” que por excelencia usan los agentes económicos para dirigir sus transacciones y resolver problemas de información.

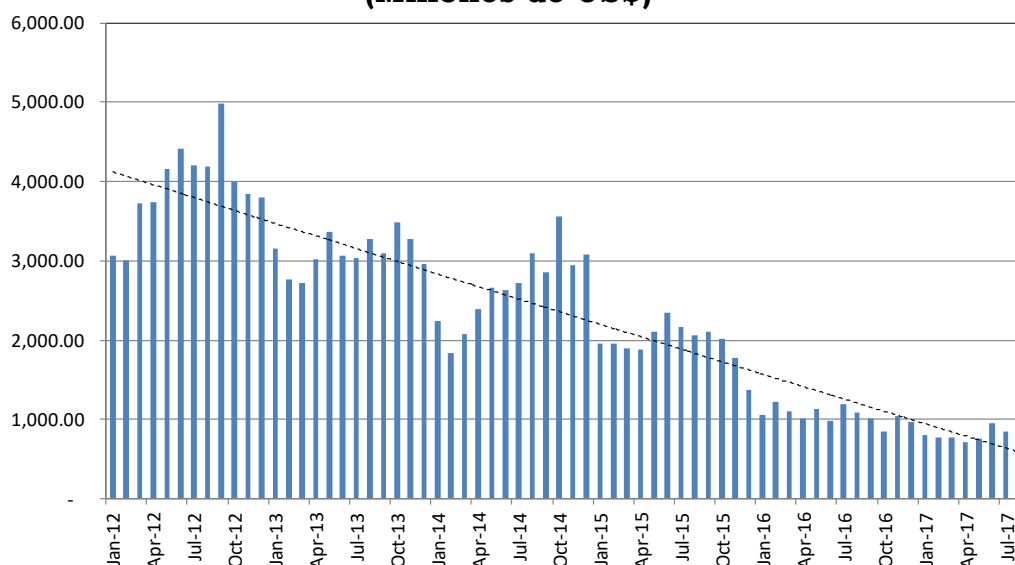
- (2) El segundo desequilibrio que atenta contra el logro de una normalización del mercado cambiario y la estabilidad macroeconómica es el desbalance fiscal persistente. Entre otras cosas, este desequilibrio ha ocasionado un severo deterioro en la posición patrimonial del Estado que se manifiesta, principalmente, en los elevados niveles de deuda⁶. La acumulación de compromisos externos compromete la gobernabilidad y las posibilidades de recuperación económica en el corto plazo, al afectar simultáneamente tanto el nivel de importaciones como la capacidad de gasto⁷. Asimismo, este deterioro en la posición activa neta del sector público se refleja en un

⁶ Desde el año 2007 y en plena bonanza petrolera, Venezuela comenzó a registrar incrementos muy significativos de la deuda pública externa, especialmente utilizando a PDVSA como vehículo para levantar recursos externos y alimentar el consumo interno y las salidas de capital. En sólo 9 años, la deuda pública externa registrada (por el BCV) pasó de US\$ 27.000 millones (en 2007) a US\$ 120.000 millones de (en el año 2015). Las condiciones de alto riesgo y de pérdida de calidad institucional de Venezuela durante todos esos años, hizo que la mayor parte de esa deuda fuera adquirida con elevadísimos cupones. Al endeudamiento con los mercados voluntarios internacionales se añadió la acumulación prestamos con los bancos de desarrollo de China, algunos de los cuales se negociaron a plazos muy cortos (tres años) y con pagos asociados a envíos de crudo petrolero a valor de mercado. Una buena parte del servicio de toda esta deuda comenzó a concentrarse desde el año 2011 y en perspectiva hasta el año 2027.

⁷ Aún con la ausencia de datos oficiales de la balanza de pagos, es posible hacerse una idea del movimiento reciente de las importaciones venezolanas, tomando los valores registrados de las exportaciones hacia Venezuela de los principales 16 socios comerciales y que aglutina y presenta en forma mensual la base de datos ComTrade. Este dato, al ser comparado con las series históricas del BCV termina representando un 63% del total de las importaciones. En el Gráfico N° 1.6 observamos el comportamiento del valor de las importaciones de Venezuela desde los datos obtenidos de ComTrade. Los datos muestran que en los últimos 5 años el ajuste ha sido dramático. De un promedio mensual cercano a los 4.000 millones de US\$ en el 2012, Venezuela ha pasado hoy día a cerca de 700 millones de US\$, algo menos del 20% de lo que el país importaba 5 años atrás.

reducido nivel de reservas internacionales y otros fondos líquidos que, eventualmente, pudieran servir de apoyo para la construcción de un mercado cambiario funcional⁸.

Gráfico N° 1.5
Valor de las Importaciones de Venezuela, Jun-2012 a Ago-2017
(Millones de US\$)



Fuente: ComTrade

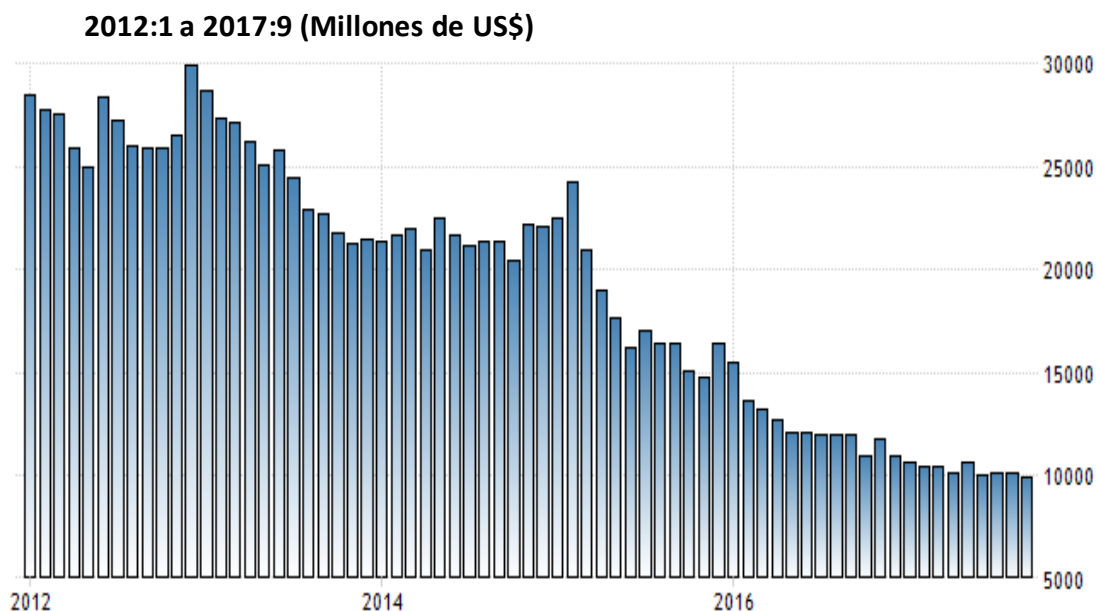
En términos comparados, ya sea con los países exportadores de crudo (como muestra el Gráfico N° 1.7), como en términos de algunos pares Latinoamericanos, las reservas internacionales por habitante de Venezuela se encuentran en niveles de precariedad. En el contexto de los países petroleros, sólo Ecuador y Nigeria exhiben niveles menores a Venezuela. En el contexto regional, las reservas de Venezuela, al año 2017, son apenas un tercio de las reportadas por Colombia y sólo una séptima parte de las reportadas por Chile⁹.

⁸ Como puede observarse en el Gráfico N° 1.5, durante todo el año 2017, Venezuela no ha podido acumular un umbral que vaya más allá de los 10 mil millones de US\$, el 90% del cual se encuentra en una situación de poca liquidez. La mayor parte de las reservas de Venezuela están constituidas hoy día por oro, que para ser pignorado requiere ser enviado y certificado en Europa.

⁹ Este cuadro tan frágil de acumulación de reservas internacionales resulta de los egresos significativos que imponen los pagos de deuda la República y la merma en las ventas de

- (3) Finalmente, la inconsistencia de las políticas fiscales y monetarias, las políticas de control de precios y las distorsiones típicas de los controles de cambio, terminan por generar desequilibrios nominales y reales a nivel del mercado de bienes que afectan la asignación de recursos, las expectativas y la inflación.

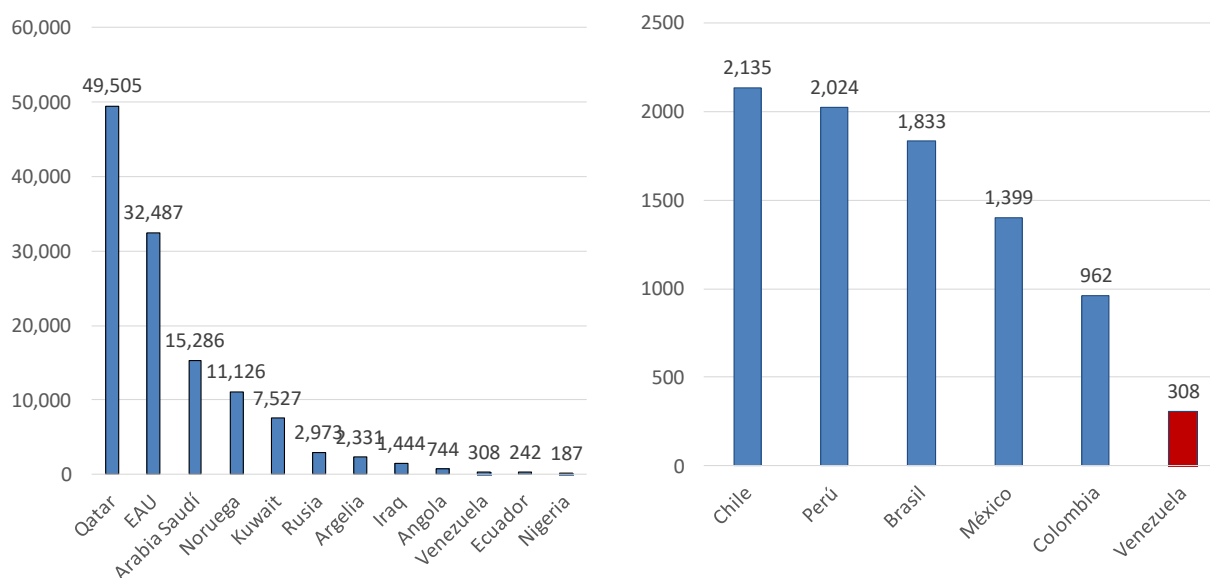
Gráfico N° 1.6
Reservas Internacionales Mensuales, 2012:1-2017:9
(Millones de US\$)



Fuente: Tradingeconomics.com y Banco Central de Venezuela

divisas que tradicionalmente provienen de PDVSA, empresa que desde el año 2005, cuando se reformó la Ley del BCV, ha manejado discrecionalmente las ventas al Banco Central. Pero evidentemente, también reflejan el enorme incremento de las importaciones que durante el boom impidió, a diferencia del resto de los países de la región, la acumulación de activos externos.

Gráfico N° 1.7
Reservas Per Cápita en US\$, Países Petroleros (2016) y Pares Latinoamericanos (2017)



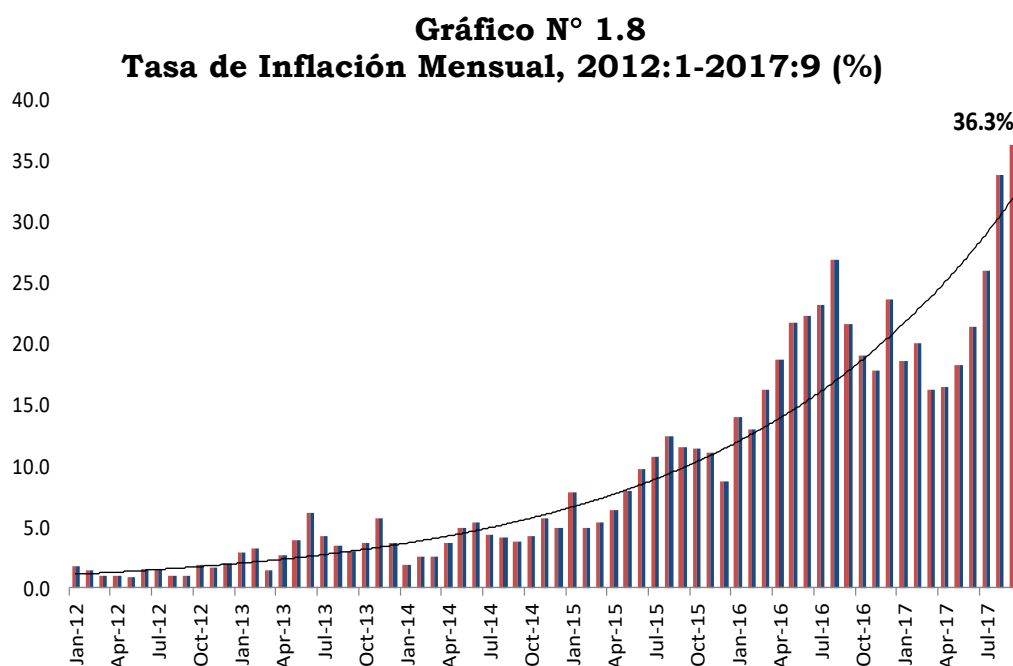
Fuente: Bancos centrales de cada país

Esta situación se produce en un entorno en el cual el déficit fiscal se mantiene en niveles elevados, a pesar de la reducción del gasto real. Como resultado, en los últimos cuatro años, Venezuela ha pasado de un proceso de inflación crónica a las puertas del primer episodio hiperinflacionario de su historia¹⁰. El cuadro crítico en el mercado cambiario, el temor a mantener saldos monetarios en moneda local y la aceleración inflacionaria que lo acompaña, pasa a ser un tercer desequilibrio macroeconómico fundamental que caracteriza la actual coyuntura y una tercera restricción para concretar una salida exitosa de la crisis que permita sustituir al viejo régimen.

Para tener una idea de la importancia de este tercer desequilibrio, es necesario contar con un indicador que muestre la evolución de la inflación. Para ello, se realizó una reconstrucción del Índice de Precios al Consumidor, con datos reportados hasta el año 2015 por el BCV y

¹⁰ Los síntomas de hiperinflación ya pueden ser observados en la economía, aun cuando la ausencia de cifras oficiales sobre el comportamiento de los índices de precios abonan la incertidumbre al respecto.

complementados a 2016 por la información de la prensa (no oficial), y por la información recopilada por la Asamblea Nacional que permite recoger la evolución estimada de la tasa de inflación al tercer trimestre de 2017. El Gráfico N°1.8 deja ver que la tasa de inflación se acelera, registrando a septiembre de 2017 una cifra de 36,3 % mensual.



Fuente: BCV, prensa y Asamblea Nacional

1.2 Caracterización del régimen cambiario en el período más reciente (2013-2017): sobre la senda inestable

Cualquier caracterización de la política cambiaria implica, en primer lugar, comprender cómo los desequilibrios macroeconómicos pudieran condicionar el desempeño o efectividad del régimen cambiario. Para responder esta pregunta conviene analizar en primer lugar el nivel y comportamiento de la prima cambiaria ya que esta variable sintetiza, de algún modo, la intensidad de los desequilibrios, fiscales, externos y monetarios.

A partir del año 2003, el crecimiento de los ingresos petroleros, aunado al fuerte endeudamiento, permite un significativo incremento del gasto y de las

importaciones¹¹. La expansión monetaria contribuyó a expandir la brecha entre un tipo de cambio real sobrevaluado (en cualquiera de las tasas oficiales) y el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo, lo cual incidió negativamente sobre las expectativas de sucesivos ajustes cambiarios y, por tanto, sobre la demanda de divisas.

A partir del año 2014 (ver Gráfico N° 1.9), el servicio de la deuda pública externa comenzó a representar más del 40% de los ingresos externos por exportaciones, colocando al país en un gravísimo dilema de pagar o no pagar este compromiso, pues la contracción económica generada por el recorte de las importaciones ya era visible y el espectro de una situación de impagos comenzaba a ser acariciada por los inversionistas internacionales¹².

Si bien las autoridades pudieron sobrellevar esta situación a través de ingeniosos ejercicios de ingeniería financiera, al cierre del año 2017 la capacidad de pago de Venezuela se vio seriamente cuestionada por las más importantes calificadoras de riesgo internacionales debido a la aparición de atrasos e incumplimientos selectivos. Así pues, la falta de credibilidad es la primera característica que impide la correcta funcionalidad, no solo del régimen cambiario, sino del conjunto de políticas aplicadas.

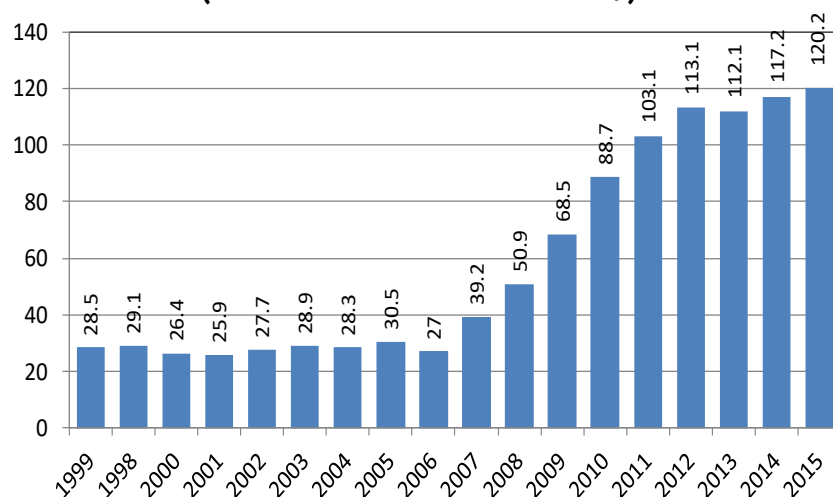
El segundo elemento que caracteriza al mercado cambiario es la utilización cada vez más intensa del mercado paralelo como referencia para la fijación de los precios en moneda nacional. Esta tendencia se ha consolidado en la medida en que pierde ponderación la liquidación de divisas a tasas preferenciales y se deteriora la credibilidad en el bolívar. Así, en el 2016 a la mayor depreciación esperada se añadió la suspensión del mecanismo oficial de

¹¹ El Gráfico N° 1.10 deja ver no sólo la evolución del stock de la deuda externa pública registrada, sino además las exigencias en términos de recursos en divisas que el servicio comenzó a representar desde 2011. Si bien están incluidas otras deudas bilaterales y con las instituciones financieras internacionales, las deudas con proveedores de las empresas públicas (como PDVSA) y otros pasivos externos públicos contingentes no han sido consideradas.

¹² El Producto Interno Bruto comenzó a caer en el primer trimestre del año 2014 y en adelante Venezuela se adentró en una recesión profunda y prolongada que cursa ya cuatro años.

la subasta (DICOM), abonando el terreno para la mayor inestabilidad del mercado paralelo¹³. De esta forma, el mercado no oficial, y de carácter ilegal, se consolidó como la referencia dominante para la formación de los precios internos¹⁴.

Gráfico N° 1.9
Stock de Deuda Pública Externa, 1999-2015
(Miles de Millones de US\$)

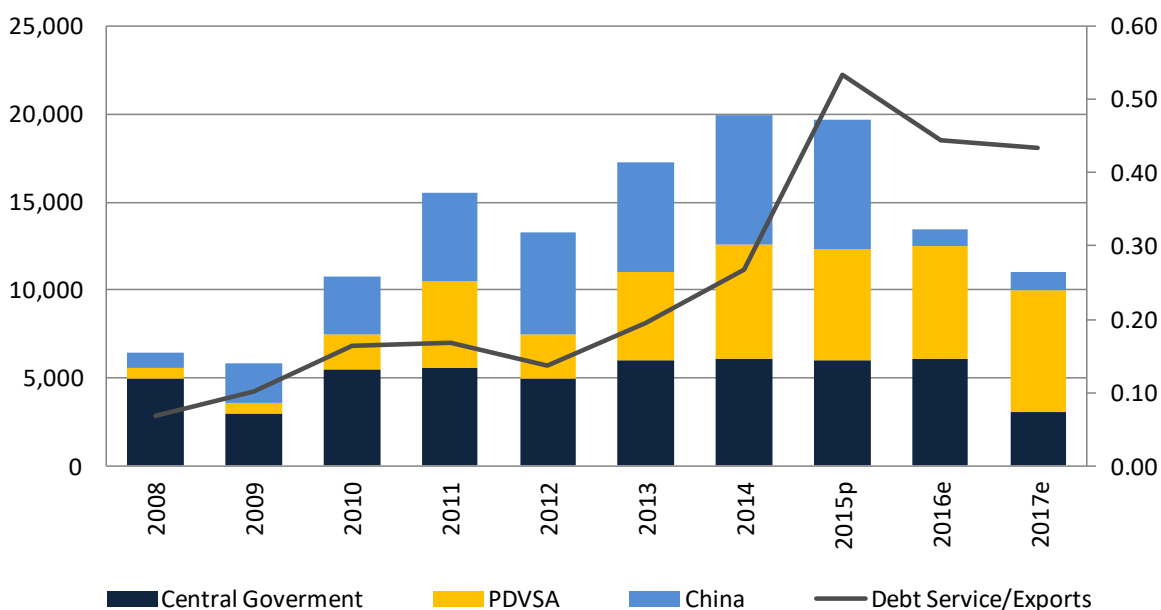


Fuente: Banco Central de Venezuela

¹³ Pero el cuadro de escasez de divisas y su simultaneidad con el aumento desordenado de la base monetaria y de la liquidez en bolívares, no es algo que apenas ocurre en la economía venezolana. A decir verdad, estas tendencias han estado presentes en los últimos tiempos, sólo que las magnitudes de los cambios son ahora mucho más significativas y de estrecha relación con la tasa de inflación.

¹⁴ Hasta el mes de septiembre la demanda de divisas en Venezuela se atendía a través de dos mecanismos y un “mercado”. A nivel oficial los mecanismos eran los denominados DIPRO (para la demanda de bienes “esenciales”) y DICOM (para la demanda de bienes “no-esenciales”). En el primero de estos mecanismos se asignan divisas discrecionalmente para traer bienes “esenciales” a la tasa de 10 Bs./US\$. En el segundo, un mecanismo de “subasta” atendió por un tiempo demandas de bienes “no esenciales” a una tasa deslizando que llegó a marcar una cotización final en septiembre de 2017 de 3.445 Bs./US\$, es decir más de 300 veces la cotización del mecanismo DIPRO.

Gráfico N° 1.10
Servicio de la Deuda Pública Externa, 2008-2017 (Millones de US\$)



Fuente: PDVSA, Ministerio de Finanzas y Barclays (2016)

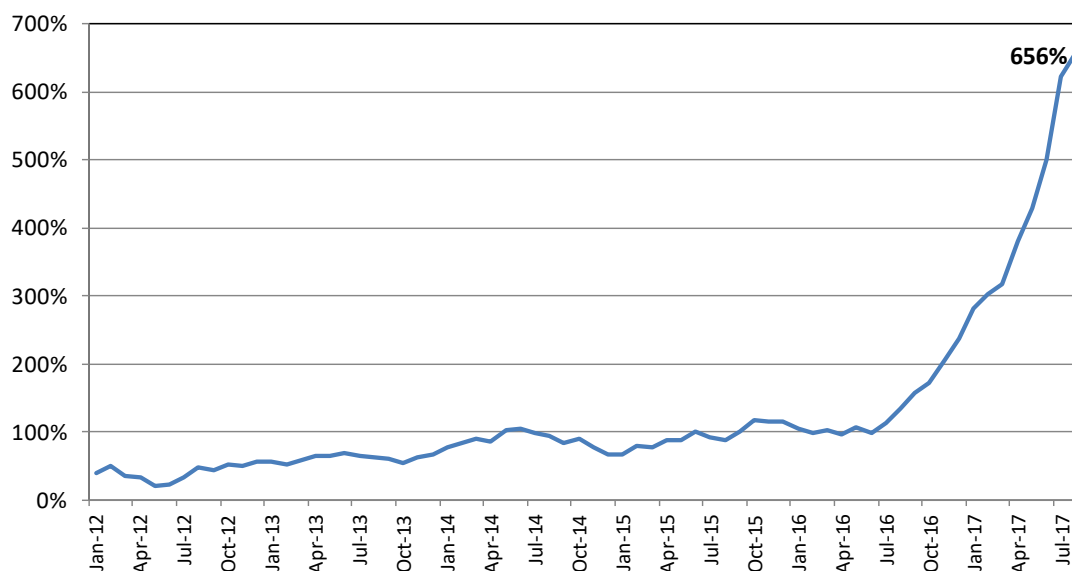
El tercer problema que para la dinámica del mercado cambiario genera la aceleración en la tasa de inflación se entreteje con la situación fiscal y la dinámica del mercado monetario. Para visualizar la magnitud y evolución de estos desequilibrios nominales basta con observar la evolución de la expansión del dinero primario (Gráfico N°1.11). En la medida que el desequilibrio en el mercado cambiario se agudiza, la mayor tasa de inflación erosiona buena parte de los ingresos fiscales internos en términos reales (al igual que profundiza la recesión y la caída en las importaciones) y en una situación de aislamiento financiero, la presión sobre el Banco Central y sobre la expansión de los agregados monetarios se ha hecho en cierto modo difícil de eludir¹⁵.

Es claro que la economía se sitúa entonces en una senda inestable, de crecimiento del *premium*, inflación, caída de los saldos reales y de la actividad

¹⁵ Conviene al respecto señalar que a finales del año 2009 se publicó la reforma parcial a la Ley del BCV (Gaceta Oficial 39.301. de fecha 6/11/2009) con cambios realizados al Artículo 58. Estos cambios permitieron al BCV comprar títulos emitidos por PDVSA. Es decir, la petrolera emitía deuda directamente al BCV recibiendo bolívars a cambio con los que pagaba sus compromisos operativos.

económica. Ya no se trata sólo de una coyuntura donde se identifica el típico comportamiento de los indicadores de crisis cambiarias (Glick y Hutchison, 2005), sino del deterioro económico persistente asociado a la presencia de desbalances fundamentales (específicamente fiscales) no atendidos y que conducen a un colapso sistémico. Como consecuencia de ello, y ante la ausencia de un ajuste correctivo se observará un crecimiento del ratio entre dinero y reservas internacionales, un deterioro del saldo en la cuenta corriente y una declinación en la tasa de crecimiento económico e inflación creciente.

Gráfico N° 1.11
Evolución del Crecimiento de la Base Monetaria, 2012:1-2017:9 (%)



Fuente: BCV, prensa y Asamblea Nacional

Esta senda inestable ha sido extremadamente persistente en el caso de Venezuela. A fin de comprender las causas que explican la ausencia de políticas correctivas, a pesar de su evidente necesidad, es preciso identificar el conjunto de incentivos que favorecen el retraso en la adopción de políticas de estabilización. Costos políticos hundidos y economías políticas asociadas a la búsqueda de rentas y deterioro institucional son candidatos naturales. Pero tras la decisión de estabilizar opera un proceso extremadamente complejo donde la polarización de la sociedad y la adaptación de las instituciones a los desequilibrios actúan para postergar la adopción de medidas, mientras que el

proceso altamente destructivo que implica posponer el plan de estabilización pudiera actuar en dirección contraria (Alesina y Drazen, 1989).

1.2.1 ¿Qué explicaría la preferencia por un tipo de cambio oficial fijo?

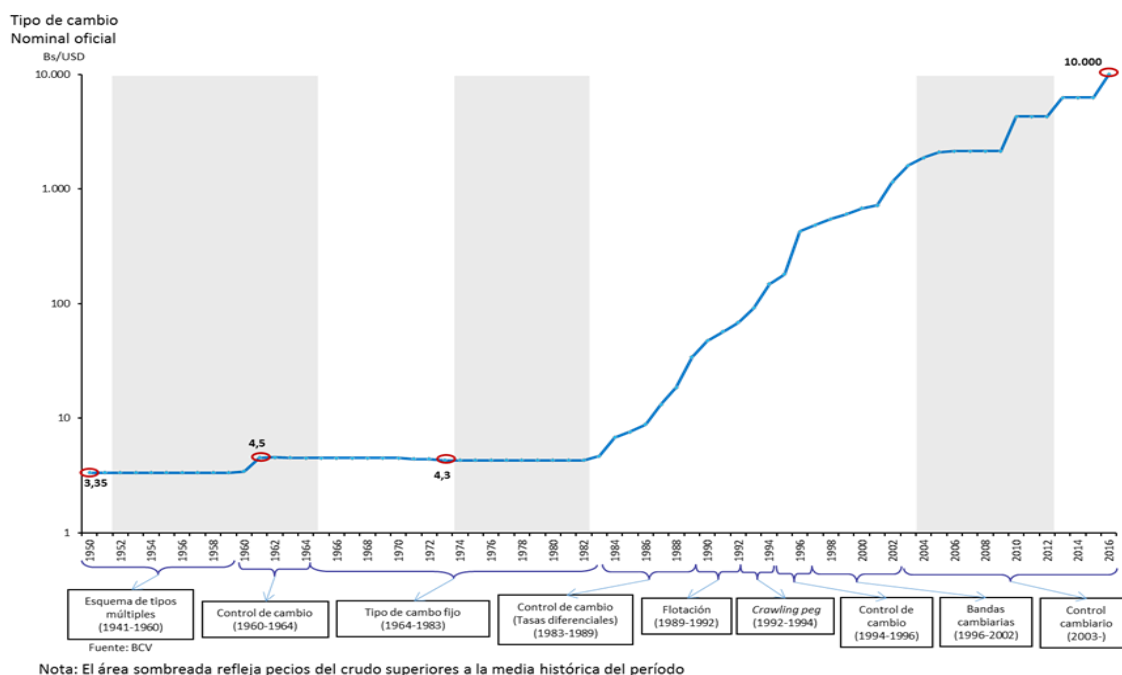
Aun cuando son evidentes los problemas de apreciación asociados a la fijación del tipo de cambio y en especial, aquellos que se derivan de postergar el ajuste, la experiencia cambiaria de los últimos cincuenta años en Venezuela sugiere la presencia de incentivos que acotan el conjunto de elección en materia de selección y funcionamiento del régimen cambiario. En particular, salvo esporádicos intentos relacionados con un intento de flotación a principios de los noventa y la posterior adopción de un régimen de bandas cambiarias, se evidencia una fuerte predilección por la adopción de esquema de tipo de cambio fijo, con o sin tipos de cambio múltiples. Incluso los pocos episodios donde el tipo de cambio pudiese ser considerado flexible, éstos se producen como una consecuencia de la adopción de controles de cambio. Es decir, en situaciones en las que la economía fluctúa al paralelo. Se genera así una suerte de flotación, pero de la peor manera posible. Es decir, sin legalizar o facilitar las transacciones del mercado libre y asumiendo todos los problemas de arbitraje que implica mantener dos, o más, precios para un mismo bien.

La anterior afirmación puede constatararse en el Gráfico N° 1.12 que muestra el comportamiento del tipo de cambio nominal oficial y los diferentes regímenes cambiarios en Venezuela desde 1950. Allí se hace evidente la presencia de un punto de inflexión en el año 1983, que da cuenta de una inestabilidad macroeconómica que no ha podido ser superada.

En este contexto es importante señalar que la definición de una estrategia cambiaria viable, no necesariamente óptima, implica analizar el origen de este sesgo o predilección por los regímenes de tipo de cambio fijo en Venezuela. En general, la política de fijación se ha justificado argumentando que los subsidios a los importadores serán trasladados al consumidor a través de precios más

bajos¹⁶. Pero los elementos de economía política que están presentes en la fijación cambiaria tienen otras implicaciones y suelen ser mucho más complejos que esta simple narrativa.

Gráfico N° 1.12
Tipo de cambio nominal oficial y regímenes cambiarios



Existe una amplia literatura relacionada con la selección del régimen cambiario (a la cual se le prestará atención en el siguiente capítulo). En lo que sigue, nos limitaremos a exponer las razones que consideramos de mayor relevancia para aproximarnos al caso venezolano. Siempre tomando en cuenta que evaluar los impactos, distributivos, fiscales, monetarios o de economía

¹⁶Cuando los niveles de racionamiento de divisas son reducidos y la brecha cambiaria es baja este efecto pudiera tener lugar, de forma tal que parte del subsidio lo percibe el consumidor final, pero la posibilidad de observar este efecto se reduce a medida que las distorsiones se incrementan y empiezan a operar los mecanismos de arbitraje. El control con racionamiento de divisas se asocia a una apreciación cambiaria. De forma tal que aun asumiendo la ausencia de cualquier tipo de distracción de rentas, un control de cambios “eficiente” solo lograra traducir la escasez de divisas como escasez de bienes. Este es un punto que se retomará en la sección 1.6.

política tras la fijación del tipo de cambio, implican, ante todo, identificar los grupos de ganadores o perdedores con la política cambiaria.

1.2.2 Factores relacionados con el régimen fiscal

Al seleccionar el régimen cambiario las autoridades también están determinando o favoreciendo un cierto perfil de gasto a lo largo del tiempo. Esta particularidad es especialmente relevante cuando acontece un boom en el sector primario-exportador; por ejemplo, si el régimen es flexible el tipo de cambio se aprecia y el gasto público se estabiliza, aunque a costa de una mayor salida de capitales privados y viceversa. Es decir, un régimen fijo implicaría una mayor expansión del gasto real, pues ahora los ingresos en moneda doméstica del gobierno se expandirían a la par del mayor influjo de divisas por exportaciones petroleras. En este último caso, durante el boom petrolero el tipo de cambio real de equilibrio se aprecia de forma paulatina, pero el nominal permanece constante, indicando que las autoridades prefieren alcanzar el nuevo equilibrio mediante un incremento de la inflación antes que a través de una apreciación del tipo de cambio nominal¹⁷.

La diferencia no es trivial. Note que, en el caso de mantener un régimen de tipo de cambio fijo las autoridades intentan mantenerse próximas a lo que consideran un tipo de cambio real de equilibrio de mediano plazo. En el entendido que los choques favorables a las exportaciones o las entradas de capital de corto plazo tienen un carácter transitorio (Levy-Yeyati, y Sturzenegger, 2010). Esta estrategia no carece de racionalidad dado que permite distribuir intertemporalmente el gasto de forma más equilibrada, lo cual para los hacedores de política puede ser una estrategia dominante a un horizonte temporal de mediano plazo e incluso puede mejorar el bienestar de

¹⁷ Es decir, se produce un sesgo a la subvaluación. Se pudiera pensar que esta es una estrategia que tenía como soporte fundamental la aplicación de políticas “mercantilistas” en el sentido de proteger la industria doméstica y favorecer el crecimiento de la oferta exportable no obstante, el principal incentivo para la fijación parecía provenir de la necesidad de adoptar políticas preventivas de las grandes reversiones del tipo de cambio cuando se modifique el choque externo que favorece la apreciación.

aquellos consumidores sin acceso a los mercados financieros (Wills y Ploeg, 2014).

En todo caso, para los encargados de la política económica es claro que el gasto real es mayor en presencia de un tipo de cambio fijo que un flexible, y que el auge exportador es la antesala a un ciclo expansivo de la actividad económica que puede ser capitalizado en términos de preferencias electorales a corto plazo. Esto nos conduce directamente a explorar cuales pudieran ser los principales elementos distributivos tras la selección del régimen cambiario en Venezuela.

1.2.3 Aspectos distributivos y de economía política

En Venezuela, durante un boom petrolero o en períodos de acelerado endeudamiento externo, el mecanismo distributivo de renta basado en la adopción de un régimen de tipo de cambio fijo suele generar poca resistencia interna. No obstante, la aceptación de la regla de reparto depende que todos los sectores puedan apropiarse parte de la renta, bien sea a través de las importaciones o de la acumulación de activos externos. Incluso, cuando el tipo de cambio fijo se sostiene a través de endeudamiento externo, ciertos grupos de presión estarían obteniendo ganancias a costa de generar un impuesto futuro (fundamentalmente inflacionario), del cual ellos pueden estar exentos gracias a la movilidad de capital. La distribución de este subsidio cambiario refleja los distintos intereses, capacidad de negociación, incentivos y posiciones de poder relativo de los participantes. Es decir, al uso del instrumento como un mecanismo para resolver, en la práctica y de forma discrecional, dilemas de economía política¹⁸.

¹⁸ La interpretación de los efectos distributivos del régimen cambiario es condicional a la posición de la economía en el ciclo. De esta forma, la narrativa de los encargados de la política económica también es diversa y se adapta a las circunstancias; en períodos de auge importador el tipo de cambio fijo se suele relacionar con la adquisición de bienes de capital a fin de potenciar las capacidades productivas. Durante el período de precios reducidos del crudo el tipo de cambio fijo suele colapsar en un control o regímenes múltiples. En cuyo caso se habla de contener los efectos inflacionarios de un eventual ajuste cambiario principalmente a productos considerados como prioritarios. Esta afirmación carece de fundamento en la medida en que paulatinamente el paralelo empieza a fungir como el precio sombra de la divisa

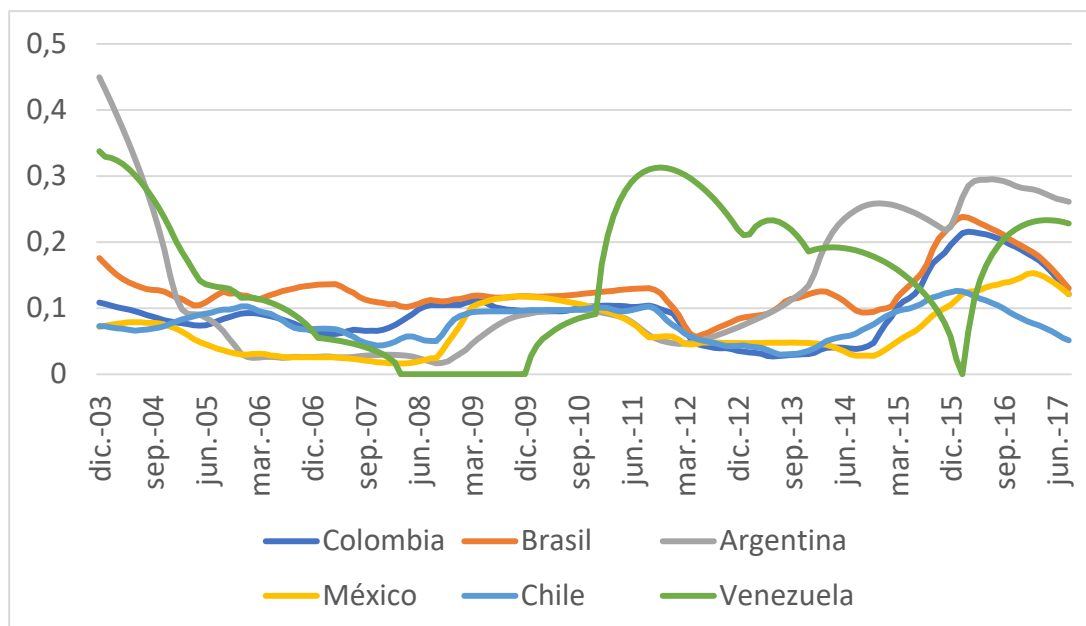
1.3 Régimen cambiario “de jure” y “de facto” en el período reciente

En la sección anterior se sugirió que la predilección por los regímenes fijos observada a lo largo de la historia reciente en Venezuela tiene que ver, fundamentalmente, con aspectos distributivos y elementos político-institucionales. Sin embargo, a la hora de identificar las propiedades del régimen cambiario, es importante diferenciar entre lo que los bancos centrales hacen en la práctica y lo que dicen o anuncian. Por esta razón en la literatura se suelen diferenciar las clasificaciones “*de jure*” de las “*de facto*”¹⁹. Por ejemplo, pudiera argumentarse que la experiencia reciente de Venezuela con la política cambiaria se acerca más a un régimen flexible que fijo, al menos desde el punto de vista de su volatilidad. Esto si se tiene en cuenta la periodicidad y las magnitudes en que se han modificado los tipos de cambio oficiales y el rol que juega el tipo de cambio paralelo en la formación de las expectativas de los agentes económicos. A fin de ilustrar este punto el Gráfico N° 1.13 muestra el coeficiente de variación del tipo de cambio nominal oficial para un conjunto seleccionado de economías latinoamericanas utilizando una ventana móvil de treinta seis meses. Allí se observa que Venezuela, a causa de la inflación, durante ciertos períodos en los que se supone que prevalecía un régimen de tipo de cambio fijo, mostraba una mayor volatilidad de sus paridades que países bajo flotación (incluso al considerar la tasa oficial).

y las propiedades del tipo de cambio fijo desaparecen, algo que se expondrá posteriormente en detalle.

¹⁹ Los artículos de (Baxter y Stockman, 1989) y (Flood y Rose, 1992), entre otros, mostraron las dificultades para distinguir empíricamente los regímenes fijos de los flexibles. Estos trabajos sugieren que el anuncio oficial respecto al esquema vigente era poco útil para comprender el efecto que cada arreglo cambiario pudiera tener sobre variables económicas fundamentales (por ejemplo, para determinar su volatilidad relativa, según las prescripciones de la teoría económica estándar). Por esta razón, la literatura reconoció la importancia de distinguir entre los regímenes *de jure* y *de facto* (ver, por ejemplo, Ghosh, Gulde, Ostry y Wolf, 1997, Stein, Frieden y Ghezzi, 2000, Levy-Yeyati, y Sturzenegger, 2005). Se procedió entonces a avanzar en la dirección opuesta. Es decir, se partió de las variables fundamentales y las endógenas, como la volatilidad de las reservas internacionales y la volatilidad del tipo de cambio nominal, a fin de identificar la verdadera naturaleza del régimen cambiario. Utilizando este mismo enfoque, también se recurrió al comportamiento de los agregados monetarios, la tasa de interés y el precio de los productos primarios de exportación, variables que permitían dar una idea sobre el esquema cambiario que operaba en la práctica (Calvo y Reinhart, 2002).

Gráfico N° 1.13
Volatilidad del tipo de cambio nominal¹



(1) Coeficiente de variación del tipo de cambio nominal para ventanas móviles de 36 meses.
 Fuente: IFS. FMI

La distinción entre regímenes de “*de jure*” y “*de facto*” es un elemento cuya importancia solo fue puesta en escena a partir de los noventa (ver Cuadro N° 1.1). Para el Fondo Monetario Internacional esta distinción entre lo que los bancos centrales “hacen” y “lo que dicen”, ameritó la creación de un nuevo sistema de clasificación que fuera más allá de la simple distinción fijo - flexible. Así, bajo la nueva propuesta metodológica para el año 2015, el régimen cambiario venezolano, al igual que la mayoría de los países petroleros, queda clasificado dentro de los llamados “arreglos fijos convencionales”²⁰. De acuerdo con el organismo internacional, se consideran bajo esta categoría aquellos países que formalmente anclan su moneda a una tasa fija a la moneda de otro país o a una cesta de monedas de un socio comercial o financiero importante.

²⁰ Las autoridades monetarias del país con este tipo de régimen se comprometen a mantener la paridad fija a través de intervención directa (esto es, a través de la compra y venta de divisas en el mercado) o indirecta (utilizando tasas de interés, regulaciones cambiarias, persuasión moral o intervenciones de entes públicos). Ver Cuadro N° 1.2 para ver la evolución e importancia relativa de los distintos arreglos a través del tiempo, según la clasificación utilizada por el FMI

Bajo la categoría de “arreglo fijo convencional” no existe un compromiso irrevocable de mantener la paridad, pero el esquema formal debe ser confirmado empíricamente: de esta forma, el tipo de cambio solo puede fluctuar en un estrecho margen de menos de $\pm 1\%$ en torno al valor central o el valor máximo y mínimo de la tasa de cambio debe permanecer en un intervalo de 2% durante al menos seis meses. El Cuadro N° 1.1 muestra un resumen de las clasificaciones utilizadas por el FMI resaltando con un círculo rojo el arreglo fijo convencional como un subconjunto de los anclajes suaves o *soft pegs*.

Cuadro N° 1.1
Clasificación FMI tipos de regímenes (de facto)

Tipo	Categorías				
Anclajes duros (<i>hard pegs</i>)	Arreglos cambiaros sin moneda local	Juntas monetarias			
Anclajes suaves (<i>soft pegs</i>)	Arreglos fijos convencionales	Tipo de cambio fijo en bandas horizontales	Arreglos de estabilización	Régimen de minidevaluacio nes (<i>crawling pegs</i>)	Arreglos tipo minidevaluacio nes
Regímenes de flotación	Flotación	Flotación libre			
Residuales	Otros acuerdos administrados				

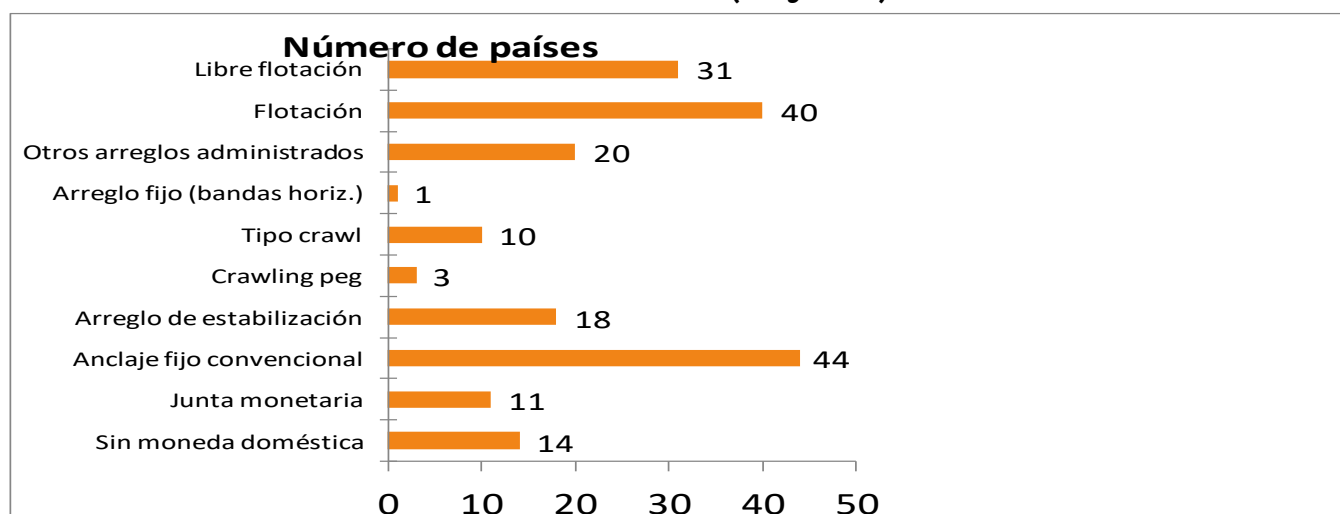
Fuente: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016

Cuadro N° 1.2
Una cronología de las clasificaciones de jure y de Facto

Tipo	Autor	Comentario
<i>De jure</i>	FMI (1944-1974)	Solo dos categorías: “ <i>Par value</i> ” o “ <i>fluctuating</i> ”.
<i>De jure</i>	FMI (1974-1998)	Nueva y más amplia taxonomía es introducida; sufre ligeras modificaciones en 1975, 1977 y 1982.
<i>De facto</i>	FMI (1998-2009)	Reconocimiento empírico de la necesidad de distinguir entre los regímenes anunciados y los realmente implementados por los países.
<i>De facto</i>	Calvo y Reinhart (2002)	“...la mayoría de los países que dicen que permiten que su tipo de cambio fluctúe en realidad no lo hacen –parece haber un caso epidémico de <i>miedo</i>
<i>De facto</i>	Levy y Sturzenegger(2005)	Comparan la volatilidad del tipo de cambio y de las reservas internacionales para caracterizar más adecuadamente la mayor o menor
<i>De facto</i>	Reinhart y Rogoff (2004)	Realzan la necesidad de tomar en cuenta el comportamiento del mercado paralelo para medir el verdadero grado de flexibilidad del régimen.
<i>De facto</i>	FMI (2009-presente)	Cambios obedecen a: (1) creciente heterogeneidad de la categoría residual de flotaciones administradas; y (2) complejidad de intervenciones oficiales.
<i>De facto</i>	Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2017)	Extienden Reinhart y Rogoff (2004), incorporan la moneda de referencia, los casos de <i>inflation targeting</i> y la distinción de los países de la Eurozona.

Fuente: FMI. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions

Gráfico N° 1.14
Clasificación FMI (*de facto*)



Cuadro N° 1.3
Clasificación FMI, evolución de los regímenes (*de facto*)

Régimen Cambiario	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hard pegs	12,2	12,2	13,2	13,2	13,2	13,1	13,1	12,6	13,0
Sin moneda local	5,3	5,3	6,3	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	7,3
Junta monetaria	6,9	6,9	6,9	6,3	6,3	6,3	6,3	5,8	5,7
Soft pegs	39,9	34,6	39,7	43,2	39,5	42,9	43,5	47,1	39,6
Fijo convencional	22,3	22,3	23,3	22,6	22,6	23,6	23,0	23,0	22,9
Arreglo de estabilización	12,8	6,9	12,7	12,1	8,4	9,9	11,0	11,5	9,4
Minidevaluaciones	2,7	2,7	1,6	1,6	1,6	1,0	1,0	1,6	1,6
Tipo <i>crawling</i>	1,1	0,5	1,1	6,3	6,3	7,9	7,9	10,5	5,2
Bandas horizontales	1,1	2,1	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Flotación	39,9	42,0	36,0	34,7	34,7	34,0	34,0	35,1	37,0
Flotación	20,2	24,5	20,1	18,9	18,4	18,3	18,8	19,4	20,8
Flotación Administrada	19,7	17,6	15,9	15,8	16,3	15,7	15,2	15,7	16,1
Otros Administrados	8,0	11,2	11,1	8,9	12,6	9,9	9,4	5,2	10,4

1.3.1 Controles cambiarios

La ausencia de un mercado de divisas legal para transacciones no consideradas prioritarias, donde confluyan libremente oferentes y

demandantes y en el que se disponga información sobre los montos transados y las posturas de ambas puntas del mercado, ha sido uno de los problemas más característicos del manejo de la política cambiaria en el pasado reciente. Cuando este mercado no existe formalmente (o en el extremo resulta ilegal), se elevan innecesariamente los costos de información y se generan desvíos respecto al tipo de cambio que prevalecería en una situación de libre mercado.

De esta forma, aunque la clasificación utilizada por el Fondo Monetario Internacional para los regímenes cambiarios de facto sitúa a Venezuela para el año 2015 como un arreglo fijo convencional²¹ hay que relativizar este resultado en la medida en que esta categoría puede incluir regímenes duales o múltiples, y no pondera la importancia relativa de los tipos de cambio paralelos, o no oficiales, en el volumen total de transacciones. Esto es importante, porque un dual tiene implicaciones macroeconómicas completamente distintas a las de un régimen de tipo de cambio fijo.

En todo caso, los efectos negativos asociados al control cambiario terminan por ser evidentes: arbitraje, corrupción y problemas de asignación de recursos. Por otra parte, la inflación se mantiene, incluso en los rubros controlados, mientras que la escasez se acentúa a medida que el desvío de los precios relativos se incrementa. En esta etapa, es claro que el control de cambio no solo es incapaz de resolver los problemas que justificaron su adopción, sino que más bien los intensifican.

1.3.2 Tipos de cambios diferenciales

El control no solo no logra aislar la economía de las perturbaciones del tipo de cambio, sino que se termina por producir un agotamiento de las reservas que hace pensar en la necesidad de nuevas y novedosas formas de dar seguimiento a las asignaciones o incrementar los mecanismos de vigilancia y seguimiento de las transacciones. Sin embargo, estos relanzamientos y reestructuraciones del esquema de controles solo sirven para introducir mayores distorsiones y

²¹ Este mismo arreglo cambiario es compartido por otras 43 economías.

rentas para quienes administran los procesos administrativos. El clímax de este sistema de apropiación se alcanza cuando los encargados de la política se decantan por la adopción de un régimen dual o múltiple en el cual se establecen precios diferenciados para cada grupo o cliente potencial.

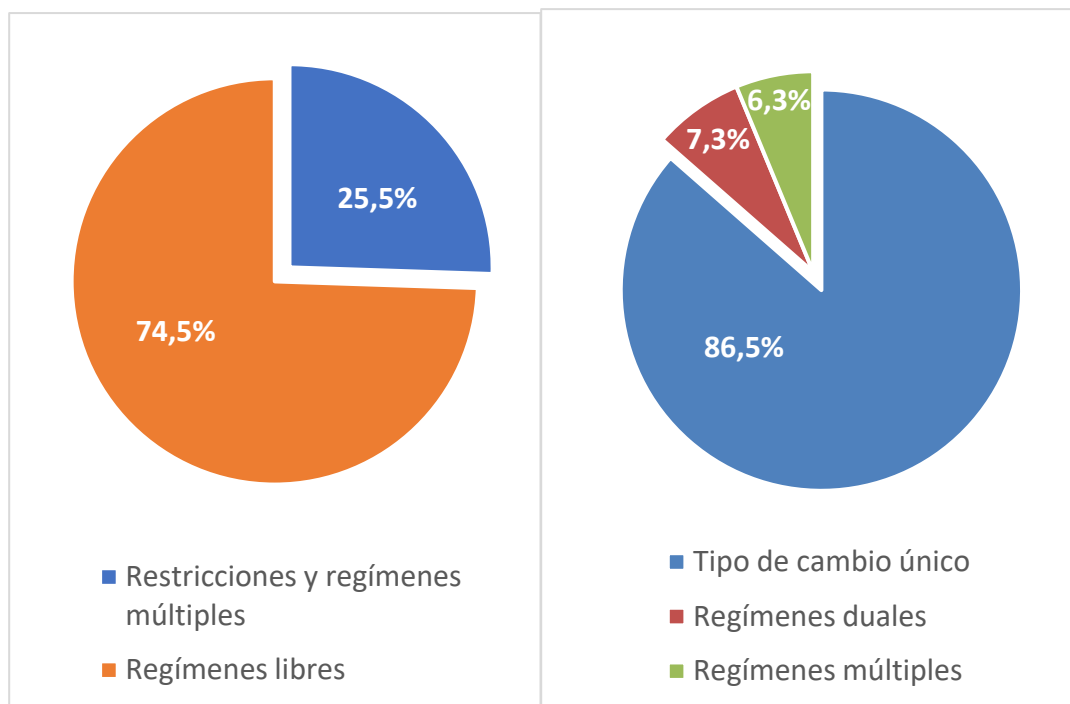
El proceso que lleva a esta “solución” comienza cuando las economías con instituciones débiles (en particular una banca central no independiente) financian monetariamente al gobierno. Se adoptan controles que impiden que los individuos puedan protegerse contra el impuesto inflacionario, al tiempo que permiten mantener las tasas de interés artificialmente bajas, lo que tenderá a mantener alta la inflación y el señoreaje (Alesina, Grilli, y Milesi-Ferrett, 1993).

Esta es precisamente la situación de Venezuela. Caracterizar el régimen cambiario considerando los grados de convertibilidad y la presencia de múltiples tipos de cambio nos ofrece una perspectiva distinta. El Gráfico N° 1.15, muestra la distribución porcentual de los regímenes cambiarios en el mundo, distinguiendo entre el número de países que mantienen un tipo de cambio único de aquellos que mantienen regímenes duales o múltiples, siendo claro que éstos últimos representan una fracción muy reducida del total²².

El régimen cambiario múltiple coloca a Venezuela junto a otros once países, la mayoría de los cuales se caracteriza por presentar severas disrupciones económicas o conflictos políticos (ver Cuadro N° 1.3).

²² El gráfico N° 1.15, muestra que, si bien los regímenes libres representan solo un 25% del total, debido fundamentalmente a la presencia de controles a la cuenta capital, el 86% de las economías mantienen un tipo de cambio único y solo el 13,6% de los países se decanta por el mantenimiento de regímenes duales o múltiples. Por su parte, el gráfico N° 1.14 pone en evidencia que el anclaje fijo convencional y la flotación siguen siendo los regímenes cambiarios más utilizados.

Gráfico N° 1.15
Clasificación de los regímenes cambiarios (FMI, de facto)



Fuente: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016

1.3.3 Tipo de cambio paralelo

A pesar de su carácter ilegal, el mercado paralelo no deja de tener una influencia determinante sobre el desempeño de la economía, sobre todas las decisiones de gasto y sobre la efectividad de la política monetaria. Esto llama a la necesidad de construir clasificaciones que permitan considerar los potenciales efectos que los mercados paralelos podrían tener sobre el funcionamiento efectivo de los regímenes fijos²³.

²³ La importancia de considerar la existencia de tipos de cambio duales y múltiples, a la hora de caracterizar el régimen cambiario, fue reseñada tempranamente por Edwards (1989) quien además destacó que, aunque el peso del mercado paralelo variaba en el tiempo, en algunos casos, la tasa no oficial podía ser la paridad relevante para la mayoría de las transacciones y por ende, la tasa marcadora en la determinación de los precios. Ello justifica entonces, la necesidad de calcular y evaluar el tipo de cambio real utilizando indicadores tanto de la tasa oficial como de la no oficial cuyo comportamiento puede ser diametralmente opuesto.

Cuadro N° 1.4
Países con regímenes duales y múltiples

	Duales	Múltiples
1	Argentina	Angola
2	Bahamas	Bielorrusia
3	Burundi	Guinea
4	Eritrea	Iraq
5	Ghana	Mongolia
6	Irán	Myanmar
7	Kirguistán	Sierra Leona
8	Maldivas	Sudán del Sur
9	Nigeria	Sudán
10	Somalia	Ucrania
11	Surinam	Uzbekistán
12	Siria	Venezuela
13	Tayikistán	

Fuente: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016

Conscientes de la importancia de estos elementos, Reinhart y Rogoff, (2004) proponen una metodología alternativa para la clasificación de los regímenes cambiarios *de facto* que permite tomar en consideración la existencia de regímenes duales o múltiples. Esta clasificación ha sido actualizada en Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2017)²⁴ de donde se toman los resultados correspondientes

²⁴ Tomando en cuenta el comportamiento de los mercados paralelos la investigación de su esquema de clasificación “natural” sugiere que muchas economías clasificadas como regímenes “fijos” durante la era *Bretton Woods* estaban flotando de facto y de hecho, es difícil identificar

a Venezuela en el Cuadro N° 1.5. Allí, se observa que en Venezuela el tipo de cambio *de jure* ha sido en su mayor parte fijo (considerando las diversas versiones que los autores consideran de este tipo de régimen), aunque en la práctica, como consecuencia de los controles y la elevada inflación, se termine flotando al paralelo, o más propiamente se caiga directamente en una categoría disfuncional que los autores denominan *freely falling*, cuyas características se detallan en la siguiente sección.

1.3.4 Crisis cambiaria y tipo de cambio en caída libre (*free falling exchange rate*)

Dentro de las categorías que se establecen en la literatura para definir los tipos de regímenes cambiarios posibles, el caso de Venezuela en el presente cumple las condiciones para ser clasificada como un tipo de cambio en caída libre (*free falling exchange rate*). Es decir, una situación donde no hay un objetivo definido para el tipo de cambio, en un contexto de elevada inflación y rápida depreciación de la tasa de cambio nominal. En estas circunstancias, las distorsiones introducidas por el incremento de precios (y su volatilidad), las constantes devaluaciones y la especulación asociada impiden que estos “mercados” cambiarios disfuncionales puedan ser considerados como parte de un régimen cambiario de flotación.

Para Reinhart y Rogoff (2004), las severas distorsiones que introducen las inflaciones altas y extremas hacen que las comparaciones entre los tipos de régimen, fijo o flexible, sean irrelevantes. Es así como el *freely falling* constituye una categoría separada que aplica para aquellas monedas cuyo colapso viene acompañado por períodos de inflación superior a 40%.

un cambio de comportamiento cuando se analizan los periodos pre y post fijación. Este mismo fenómeno se registra en países en desarrollo con inflaciones superiores al 40% que en teoría mantenían regímenes cambiarios fijos, pero que en realidad, mostraban elevados grados de flexibilidad cambiaria. Lo opuesto también se registra; es decir, muchos países que en los años ochenta decían flotar, en realidad mantenían regímenes de tipo de cambio fijo, *crawling pegs* o bandas muy estrechas.

Cuadro N° 1.5
Los regímenes cambiarios en Venezuela

1934-1941	•Fijo
1941-1976	•Fijo - Tipos de cambio múltiples
1976-1983	•Fijo - Mercado dual
1983-1986	•Flotación administrada – Mercado paralelo – Tipos de cambio múltiples
1986-1989	• <i>Freely falling</i> – Flotación administrada - Tipos de cambio múltiples
1989-1990	• <i>Freely falling</i> – Flotación administrada
1990-1992	•Flotación administrada
1992-1994	• <i>Freely falling</i> – Flotación administrada
1994-1996	• <i>Freely falling</i> – Mercado dual – <i>Crawling band de facto</i>
1996-1996	• <i>Freely falling</i> – <i>Crawling band de facto</i>
1996-1997	• <i>Freely falling</i> – <i>Crawling band</i> pre-anunciada
1997-2003	• <i>Crawling band</i> pre-anunciada
2003-2012	•Fijo – Tipos de cambio múltiples – Mercado paralelo
2013-2017	• <i>Freely falling</i> – Tipos de cambio múltiples – Mercado paralelo

Fuente: Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2017).

Cuadro N° 1.6
Regímenes cambiarios en economías petroleras

PAIS	RÉGIMEN	PAIS	RÉGIMEN
Angola	<i>Freely falling</i>	Guinea Ecuatorial	Fijo
Arabia Saudí	Fijo	Irán	Fijo
Argelia	<i>Crawling peg or band</i>	Iraq	Fijo
Catar	Fijo	Kuwait	Fijo
Ecuador	Fijo	Libia	<i>Crawling peg or band</i>
Emiratos Árabes Unidos	Fijo	Nigeria	<i>Freely falling</i>
Gabón	Fijo	Venezuela	<i>Freely falling</i>

Fuente: Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2017)

En su primer estudio Reinhart y Rogoff (2004) estimaron que 12,5% de los países entraron dentro de la categoría “*freely falling*” en el periodo 1970-2001. En la revisión más reciente de su trabajo, Ilzetzki, Reinhart y Rogoff (2017), los autores identificaron una sensible disminución de los casos de “*freely falling currencies*”, con una incidencia menor a 10%. En el contexto de un “*freely falling*” las anclas monetarias y cambiarias se pierden. Lo usual es que el financiamiento monetario del déficit, y la pérdida de reservas internacionales, genera una situación en la cual la tendencia de las variables nominales no puede ser contrarrestada con los instrumentos usuales de política a disposición del Banco Central.

Esta es precisamente la situación de la economía venezolana donde se constata una decisiva pérdida de estabilidad del régimen cambiario. Esto se ha venido registrando al menos, desde el año 2010, cuando el sistema de asignaciones de divisas administradas a tasa fija y única fue suplantando por un régimen de asignaciones con tasas múltiples, que derivó finalmente en un explosivo comportamiento del tipo de cambio paralelo. A este fenómeno se añade el deterioro del sistema de precios como mecanismo para asignar recursos, todo lo cual se corresponde con las características descritas por Reinhart y Rogoff (2004) para el *freely falling*.

1.3.5 ¿Cuándo se gestó el *freely falling*?

Para comprender la coyuntura más inmediata, conviene tener en cuenta las señales que emanan de los indicadores adelantados del colapso: el acelerado crecimiento de los agregados monetarios, el surgimiento del mercado paralelo, la escasez, el crecimiento de la brecha cambiaria y el propio repunte inflacionario. El colapso del régimen cambiario tiene muchas causas, la mayoría de ellas de carácter institucional, que venían operando desde muchos años antes del rebrote inflacionario, pero se mantenían solapadas gracias al incremento de los ingresos petroleros.

Aunque tuvo su peso específico, sería un error asignar el origen de esta crisis a la caída de los precios del petróleo. Las métricas sencillas para advertir el

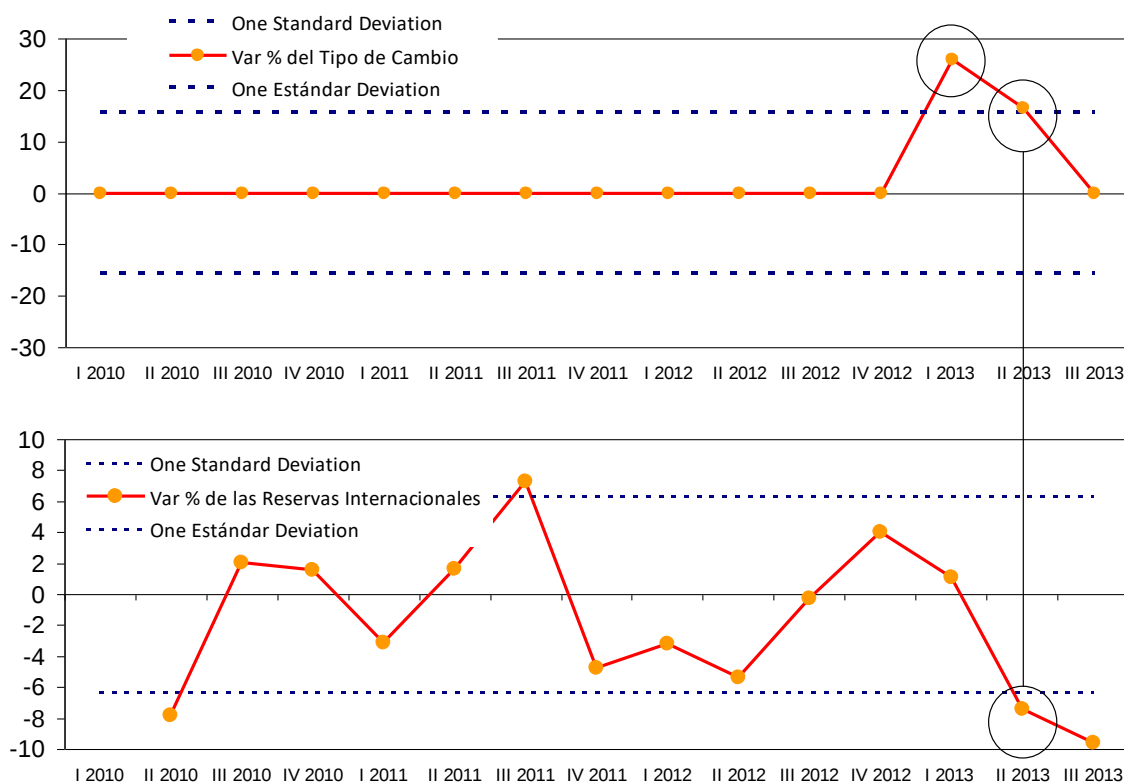
estallido de la crisis cambiaria señalan que ésta se inició meses antes de que colapsaran los precios del petróleo, a mediados del año 2014. En efecto, ya hacia finales del año 2010 la economía venezolana venía operando con un nivel de reservas internacionales líquidas por debajo de los 5.000 mil millones de US\$ y hacia el año 2013 las reservas totales comenzaron a caer a una velocidad vertiginosa (ver Gráfico N° 1.6).

En sólo 12 meses, durante el año 2013, las reservas cayeron casi un 30%. Ese mismo año, tan solo el servicio de la deuda pública externa contraída con China representó cerca del 70% de las reservas internacionales y el 20% de las exportaciones totales; es decir, unos 17.000 millones de dólares. Frente a la presión del mercado cambiario, en febrero del año 2013, el sistema controlado por el BCV, a través del cual se compraban y vendían en bolívares títulos de deuda pública denominados en divisas (SITME), fue eliminado. La tasa de cambio oficial fue devaluada 46,5% (de 4,3 Bs/US\$ a 6,3 Bs/US) y en adelante el régimen de tipo de cambio dual se fue ajustando con continuas crisis y devaluaciones.

Los Gráficos N° 1.16 apelan al enfoque de señales para crisis cambiarias utilizado por Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998) y pone en evidencia que en el año 2013 se configuró un escenario de crisis cambiaria. Se puede observar que tanto la variación de las reservas internacionales (a la baja) como la del tipo de cambio (al alza), superaron el valor crítico establecido de una desviación estándar, lo que indicaba el advenimiento de una crisis²⁵.

²⁵ El indicador se corresponde con la desviación típica de la variable en niveles medida trimestralmente, a fin de identificar comportamientos atípicos o en las colas de la distribución de su proceso generador de datos. Por otra parte, el indicador no incluye la tasa de interés en virtud de que estas han estado sujetas al control (en términos nominales) por la autoridad monetaria.

Gráficos N° 1.16
Indicadores de Señales de Crisis Cambiaria para Venezuela



Fuente: Datos del BCV y Cálculos propios

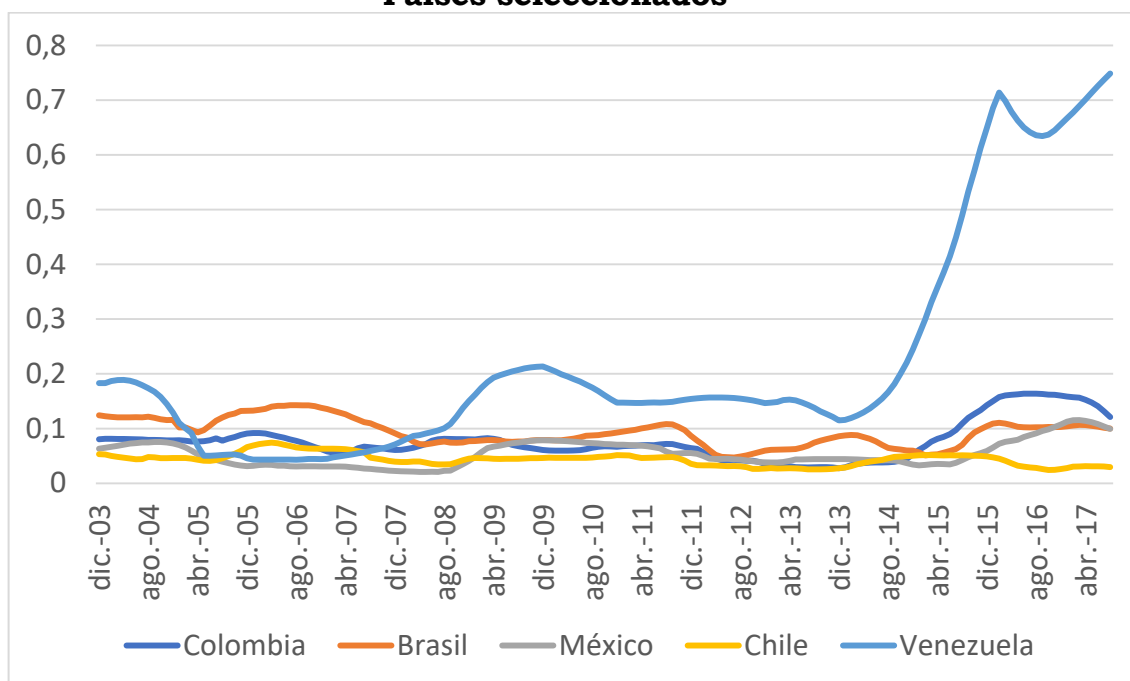
1.4 Volatilidad del tipo de cambio real

Entre otras cosas, el impacto de la crisis cambiaria es potencialmente dañino por sus efectos sobre la volatilidad del tipo de cambio real y su consecuente afectación de las decisiones de inversión en el largo plazo. Pero, este no es el único mecanismo de transmisión imaginable; la relación entre la política cambiaria y la volatilidad del tipo de cambio real también se puede estudiar en el contexto de la enfermedad holandesa.

Desde esta perspectiva se ha argumentado que las apreciaciones reales, producto de los booms petroleros, terminan por incrementar la volatilidad del tipo de cambio real a través de un proceso de especialización ineficiente mediante el cual la destrucción de la oferta exportable incrementa la

vulnerabilidad de la economía a los choques externos, y por esa vía, exigen variaciones más intensas de los precios relativos (Hausmann y Rigobón, 2003). El Gráfico N° 1.17 da cuenta del comportamiento del tipo de cambio real para un conjunto de países de la región, y al igual de lo que sucedía con el tipo de cambio nominal y para una ventana móvil de treinta y seis meses, Venezuela presenta la mayor volatilidad del TCR sin que el esquema cambiario muestre ninguna propiedad estabilizadora. Desde luego, bajo los desequilibrios fiscales y monetarios que explican este comportamiento es difícil suponer que algún otro régimen cambiario hubiese podido estabilizar los precios relativos.

Gráfico N° 1.17
Volatilidad del tipo de cambio real¹
Países seleccionados



¹ Coeficiente de variación promedio móviles de 36 meses.

1.5 Desalineamiento con respecto al tipo de cambio real de equilibrio (la tendencia a apreciar el tipo de cambio)

En Venezuela la apreciación del tipo de cambio real que sucede al boom se produce en el contexto de un mayor flujo de divisas e incremento de la demanda agregada que nada tiene que ver con las condiciones macro de la

economía o con la evolución de otras variables fundamentales²⁶. Esto implica que el tipo de cambio real es incapaz de reflejar la productividad relativa de la economía (esto es, la mayor eficiencia del trabajo o el capital) ya que los precios relativos entre transables y no transables responden, principalmente, a los movimientos de la renta.

En otras palabras, este argumento afirma que la apreciación cambiaria viene acompañada de una visión miope respecto a la evolución de las variables fundamentales de la economía debido a la baja calidad de la información provista por el sistema de precios. El cual, de hecho, está enviando señales erróneas sobre la mejor forma de asignar los recursos. Se produce así una paradoja donde se pudiera apreciar el tipo de cambio, lo cual en sí mismo es un síntoma de fortalezas productivas, pero sin que se registren incrementos de productividad, e incluso cuando ésta se deteriora²⁷.

Este fenómeno de la “apreciación del tipo de cambio real sin incrementos de productividad” se observa en la coyuntura económica más reciente donde la oferta de divisas fue suspendida en medio de un crecimiento desbordado de los agregados monetarios. Esto ha abonado el terreno para la inestable dinámica que el mercado paralelo desplegó, sobre todo, durante el último semestre 2017²⁸.

Gracias al proceso inflacionario la sobrevaluación real de las tasas de cambio oficiales se hace cada vez más pronunciada y el problema de la desalineación

²⁶ Note que el tipo de cambio observado resulta, en promedio, apreciado en relación a la productividad de la economía. Este efecto, no obstante, pudiera verse contrarrestado por los pagos de deuda externa que actúan de forma similar pero en dirección opuesta.

²⁷ De hecho, a partir de 2003 los ingresos por exportaciones petroleras estuvieron creciendo de forma acelerada, (favoreciendo la apreciación del tipo de cambio real), al tiempo que la economía se volvía menos productiva según los indicadores más estándar de competitividad y calidad institucional.

²⁸ Pero el cuadro de escasez de divisas y su simultaneidad con el aumento desordenado de la base monetaria y de la liquidez en bolívares, no es algo que apenas ocurre en la economía venezolana. A decir verdad, estas tendencias han estado presentes en los últimos tiempos, sólo que las magnitudes de los cambios son ahora mucho más significativas y de estrecha relación con la tasa de inflación.

cambiaría al tipo de cambio oficial más agudo²⁹. Pero este es un elemento que no es nuevo en la economía venezolana; la fijación del tipo de cambio, en presencia de fuertes fluctuaciones del gasto, ha sido el principal determinante del comportamiento del tipo de cambio real y fuente de posteriores desequilibrios del sector externo y problemas de sostenibilidad.

Uno de los aspectos centrales en la aparición de este sesgo es la dificultad para determinar el componente transitorio o permanente de una variación observada de los términos de intercambio³⁰; Si el choque (positivo) es transitorio y se percibe como permanente, el tipo de cambio terminará apreciado. En general este ha sido el caso, pues en Venezuela ha habido un sesgo a la apreciación del tipo de cambio real que resulta consistente con el boom de corto plazo, pero genera ciertas inercias y rigideces nominales que tienden a mantener la apreciación una vez que el shock se revierte. Las economías políticas que producen esta inercia o asimetría en las actuaciones de política son persistentes en el tiempo y terminan por producir una especie de *“implicit asymmetric exchange rate peg”* (Benlialper y Cömert, 2015)

1.6 Implicaciones, en el contexto actual, de la política cambiaria

La evidencia empírica muestra que el control de cambios puede permanecer durante largos períodos de tiempo sin que las autoridades tengan incentivos para sustituirlo por otro arreglo cambiario. Esto a pesar de que tanto el público como el gobierno puedan reconocer las enormes distorsiones asociadas a su funcionamiento. De esta forma, el mantenimiento del esquema cambiario

²⁹ En teoría, en la medida que la brecha entre un tipo de cambio real sobrevaluado (en cualquiera de las tasas oficiales) y el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo de la economía se amplía, las expectativas de ajustes cambiarios se acentúan y la demanda de divisas, al tipo de cambio oficial, se incrementa. Cuando existe racionamiento, esta misma situación incrementa los incentivos para intensificar la búsqueda de rentas.

³⁰ Las devaluaciones nominales pueden jugar un rol macroeconómico importante si las rigideces nominales hacen que los precios de los no transables no se ajusten rápidamente a los choques que afecten el tipo de cambio real. Es decir, si los movimientos en el tipo de cambio nominal no son plenamente ajustados por la inflación interna a corto plazo (efecto *pass-through*). A mayor rigidez de precios, mayor el rol del tipo de cambio nominal en el ajuste macroeconómico.

responde, parcialmente, a que su desmantelamiento pone en evidencia la inconsistencia general del conjunto de políticas y en parte por la influencia que, sobre las decisiones de política económica, ejercen grupos de poder.

Aunque los costos, en términos de bienestar, del mantenimiento de los controles son evidentes; a continuación se delinean algunas de las consecuencias (todas ellas interrelacionadas) más inmediatas que sobre la asignación de los recursos, la inflación y el crecimiento tiene el mantenimiento del actual esquema cambiario:

1.6.1 La asignación de recursos

La tendencia a fijar el tipo de cambio nominal y elevada volatilidad del tipo de cambio real hacen que los precios relativos no actúen como una guía para la toma de decisiones públicas y privadas sino más bien se transforman en un velo, al reflejar los cambios en la renta antes que cambios en la productividad. Esto tiene, al menos, dos efectos: sobre la asignación de recursos y sobre el manejo de las políticas de gasto y endeudamiento.

La asignación ineficiente de los recursos productivos es el resultado del conjunto de distorsiones que se generan con los controles: arbitraje, sobre facturación de importaciones, sub facturación de exportaciones, etc.³¹ (elementos que ya fueron descritos en la sección 1.3 de este documento). Con respecto a las políticas de gasto la fijación ha facilitado el carácter procíclico del gasto (Zambrano, 2010), ya que, ante la presencia de un boom petrolero, la apreciación del tipo de cambio nominal asociada a un régimen flexible mantendría acotado los volúmenes reales de gasto.

Finalmente, desde el punto de vista del endeudamiento la acumulación inicial de reservas internacionales, asociadas al régimen fijo, pudiera servir de colateral para favorecer los procesos de endeudamiento acelerado (Mansoorian, 1991; Kuralbayeva y Vines, 2006). Este sobreendeudamiento, termina por deteriorar aún más la posición fiscal y externa cuando se produce

³¹ Ver Reinhart y Santos (2017) para una estimación de algunas de estas distorsiones para el caso de Venezuela.

la reversión en el ciclo expansivo de las materias primas generando una mayor vulnerabilidad y acentuando la intensidad de los ciclos³².

1.6.2 El crecimiento económico

Es difícil establecer una relación sencilla entre régimen cambiario y crecimiento simplemente a partir de un análisis heurístico de la experiencia de los episodios históricos. Por ejemplo, entre 1964 y 1983 el régimen cambiario (de jure y de facto) de la economía venezolana fue fijo. Durante ese período la economía creció a un 4,3% interanual, con una tasa de inflación de 6,5%. Entre el año 94 y 96, el tipo de cambio fue igualmente fijo, sin embargo, el crecimiento fue de apenas 0,5% y la inflación de 35,7% interanual promedio. ¿Cómo puede un mismo régimen cambiario asociarse a resultados tan disímiles? Obviamente, los niveles de deuda, los desequilibrios acumulados en años anteriores y la situación del sector externo durante cada episodio impiden realizar comparaciones sencillas. Además, los efectos de estos factores condicionantes pueden durar varias décadas, lo que dificulta determinar el papel específico de un determinado esquema cambiario en el desempeño macroeconómico de un país.

No obstante, y a pesar de estas limitaciones, hay una amplia evidencia empírica que sugiere que los países con un gran diferencial cambiario tienden a crecer menos (Levine y Renelt, 1992; Grilli, y Milesi-Ferretti, 1995; Easterly y Levine, 1997; Alfaro, Chanda, Kalemli-Ozcan y Sayek, 2004). Este resultado es natural al considerar los efectos perversos que genera el *premiun* cambiario sobre la asignación de los recursos, la inversión extranjera directa y las expectativas de inflación³³ (Borensztein, De Gregorio y Lee, 1998; Li y Liu, 2005). De hecho, es frecuente que este indicador pase a ser una suerte de termómetro que mide la salud de la economía y una variable proxy de todas las

³² Ver Manzano y Rigobón (2006), para una interpretación de estos mecanismos en el caso de la economía venezolana durante los ochenta.

³³ Por eso tampoco parece ser casual que el *premium* sea una de las 22 variables de las 59 reportadas como estadísticamente significativas por Sala-i-Martin, (1997), después de probar con múltiples especificaciones.

distorsiones de una economía. Tanto es así, que el diferencial cambiario es una variable clave para la determinación o cuantificación indirecta de un amplio conjunto de indicadores como el riesgo país, la estabilidad macroeconómica e incluso la calidad institucional (Clarke, 2001). De esta forma, el actual régimen cambiario no solo afecta de forma directa la asignación de los recursos a través de su efecto sobre los precios relativos, sino por sus efectos sobre la credibilidad en las políticas y las expectativas sobre el desempeño futuro de la economía.

Finalmente, la fijación del tipo de cambio ha traído como consecuencia, desequilibrios externos y crisis de balanza de pagos. El uso de las reservas internacionales y la deuda externa como una herramienta para postergar el ajuste ha favorecido la acumulación de distorsiones. Esto ha terminado por acentuar el carácter recesivo de los programas de estabilización y ha incrementado la amplitud del ciclo económico. Desde esta perspectiva, los regímenes fijos en Venezuela, por lo menos a partir de los 80, han sido más bien, desestabilizadores.

1.6.3 Inflación

Si la inflación se acelera, junto con la dinámica de la depreciación cambiaria, la información proporcionada por el sistema de precios pierde valor y el comportamiento de los agentes comienza a ser gobernado principalmente por las expectativas. Se genera así una dinámica en la que el público repudia los saldos en moneda doméstica y la demanda de dinero cae abruptamente. En este caso, los intentos por transitar hacia cualquier otro régimen cambiario o esquema de políticas requieren de un quiebre significativo de las expectativas.

Esta dinámica, donde el valor relativo de la moneda se va diluyendo, no solo produce una pérdida de confianza en el signo monetario, sino que lanza a los agentes económicos en una búsqueda incesante de sustitutos, reduciendo los saldos reales, la productividad y el valor real del capital de trabajo,

incrementando además los costos transaccionales y de información asociados a cualquier proceso productivo³⁴.

¿Qué papel juega el régimen de control de cambios en toda esta historia? En la medida en que el precio sombra de la divisa se convierte en la tasa marcadora del nivel general de precios, la asignación de divisas a la tasa preferencial puede ser interpretada como una transferencia directa a los importadores, quienes reciben las divisas para luego marcar precios a nivel de la paridad determinada por el paralelo. En este escenario extremo, el control cambiario se ha convertido simplemente en un mecanismo para redistribuir renta a grupos de interés especialmente posicionados para acceder a las divisas preferenciales.

En el escenario optimista, (es decir, cuando se interpreta que el esquema de control cambiario cumple con su objetivo) el subsidio implícito en las importaciones a divisas preferenciales es transferido a los hogares que ahora tienen acceso a bienes de consumo a precios más bajos que los determinados por el mercado. Se puede pensar que se cumple así con el objetivo último de la política de control cambiario. Sin embargo, aun en este caso, a este precio inferior al de equilibrio, la demanda del producto subsidiado estará necesariamente racionada. Así, algunos consumidores no tendrán acceso a los bienes más baratos, apareciendo la escasez, las colas y oportunidades para el arbitraje.

En ambos casos, (cuando el control de cambio se transforma en renta neta para los importadores o excedente del consumidor para una fracción de la población) el principal impacto del régimen cambiario es distributivo. También

³⁴ Conviene al respecto señalar que a finales del año 2009 se publicó la reforma parcial a la Ley del BCV (Gaceta Oficial 39.301. de fecha 6/11/2009) con cambios realizados al Artículo 58. Estos cambios permitieron al BCV comprar títulos emitidos por PDVSA. Es decir, la petrolera emitía deuda directamente al BCV recibiendo bolívares a cambio con los que pagaba sus compromisos operativos. La evolución de la expansión del dinero primario puede verse en el Gráfico N° A.1.9.

en ambos casos, el control cambiario se asocia con severas distorsiones sobre la asignación de recursos, sin tener efecto alguno sobre la tasa de inflación en el largo plazo. Esto es obvio cuando se considera que la causa de los desequilibrios nominales que empuja los precios al alza se asocia a desbalances fiscales financiados monetariamente³⁵.

En resumen, debido a los problemas de asignación de recursos y crecimiento mencionados con anterioridad, si el control de cambios se prolonga en el tiempo y el *premiun* se amplía, lejos de lograr sus objetivos, el régimen cambiario actúa en dirección opuesta a la prevista; es decir, reduciendo la actividad económica e incrementando la inflación.

Gráfico N° 1.18 **Tasa de Cambio en el Mercado No Oficial y el “Free Falling”**

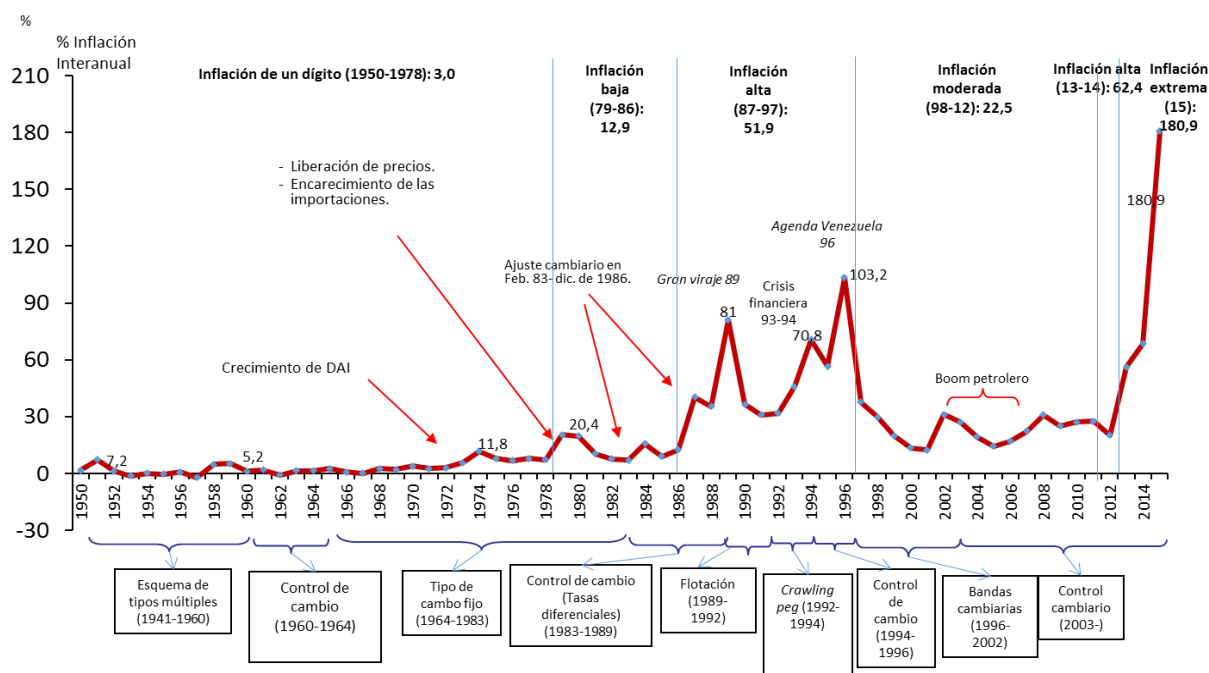
La Tasa de Cambio US\$/Bs. Abril 2013- Agosto 2017
Valor de 1000 Bs. en el mercado no oficial



Fuente: Dolartoday.com y Bloomberg

³⁵ Este es un resultado estándar en los modelos de mercado dual donde la tasa de depreciación del tipo de cambio oficial y el paralelo se igualan, siendo además igual a la tasa de inflación que genera el impuesto inflacionario suficiente como para cerrar la brecha fiscal (ver, por ejemplo Pinto, 1998).

Gráfico N° 1.19
Inflación y régimen cambiario



1.7 Agotamiento del régimen de “soft peg”

Las causas básicas para el eventual abandono del régimen cambiario son una política fiscal insostenible y un Banco Central sin suficientes reservas y sin habilidad para endeudarse (Krugman, 1979). En el caso particular de la economía venezolana, estas razones fundamentales, aunadas a las perturbaciones externas, han obligado a ajustar el tipo de cambio nominal con creciente regularidad, con lo cual el abandono del régimen cambiario es una situación de hecho y no una decisión discrecional del Banco Central³⁶.

El *soft peg* ha sido utilizado de forma inconsistente a fin aprovechar los recursos externos generando grandes fases de expansión que a la postre resultan insostenibles y derivan en crisis externas. La persistencia e intensidad del shock positivo actúa para acentuar la volatilidad; mientras mayor el choque fiscal, mayor será la demora para abandonar el régimen y mayor el choque inflacionario antes y después que el régimen cambiario vigente se

³⁶ El costo de esta dinámica inestable se acentúa con la debilidad institucional, que exige una razón óptima (deuda/PIB) más baja para garantizar la sostenibilidad.

abandone, lo que se asocia a mayores distorsiones intertemporales en las decisiones de consumo.

Estas políticas inconsistentes y crisis recurrentes de algún modo parecen sugerir que las condiciones que favorecieron el desempeño macroeconómico, por lo menos aparente, de la fijación desde mediados del siglo pasado han desaparecido. El régimen cambiario que permitió a la economía crecer y mantener baja inflación durante casi cuarenta años, ya no parece funcionar. ¿Qué ha cambiado? En primer lugar, desde el punto de vista de las políticas internas destaca el mal manejo de la demanda agregada interna y/o la adopción de políticas insostenibles (sobreinversión, efecto voracidad, indigestión).

En segundo lugar, ha habido un cambio estructural en la movilidad de capitales, no solo a nivel de la economía doméstica sino de los flujos internacionales, sobre todo a partir de los setenta. Esta inestabilidad se potencia por el abandono del patrón oro (1971), adopción de tipos de cambio más flexibles en el mundo y, en el caso de Venezuela por los episodios de sobreendeudamiento. Esta mayor movilidad de capital impide aprovechar adecuadamente las ventajas de los regímenes de tipo de cambio fijo, al tiempo que incrementa la probabilidad de crisis (Husain, Mody y Rogoff, 2005).

La fijación también ha sido vulnerable a la volatilidad de los precios del petrolero que se intensifica sobre todo a partir de mediados de los setenta y al cambio de la institucionalidad de la industria que, al ser nacionalizada, pasa a jugar un rol diferente en términos de la capacidad del Estado para apropiarse de la renta. Esto en un ambiente donde se ha incrementó la frecuencia de los períodos electorales lo cual llevó a una intensificación del ciclo económico de origen político. Es así, que el anclaje cambiario aunado a reglas fiscales fuertemente procíclicas juega un papel fundamental para explicar la aparición de ciclos perversos y repetidos.

1.8 Dilemas de política cambiaria en la actual coyuntura

En este capítulo introductorio se han explorado las características del régimen cambiario en Venezuela, sus principales determinantes, sus efectos y se han expuesto las razones que, a nuestro juicio, justifican un replanteamiento de las estrategias en materia de política cambiaria.

Se concluye afirmando que bajo el actual conjunto de políticas el papel del tipo de cambio parece constreñido a la minimización de daños. La asignación a dólares preferenciales bajo el esquema de controles ni siquiera parece ser operativa para transferir subsidios al consumo de forma indirecta, debido a la magnitud del *premium* cambiario y las distorsiones de precios implícitas en la hiperinflación. Así pues, es obvio que se necesita un replanteamiento completo de las políticas (sobre todo, fiscales), pero también de todas las instituciones que rigen el sistema económico.

Algunas de las implicaciones que parecen derivarse del análisis de la actual coyuntura como dilemas prioritarios de la política cambiaria son las siguientes:

- *¿Qué hacer en lo inmediato con la política cambiaria?:* Debido a la dominancia fiscal, el tipo de cambio ha servido como una pieza más para definir la estructura de ingresos y gastos del gobierno. De esta forma, la política cambiaria y la política monetaria han abandonado el logro de su principal objetivo y en gran medida resultan endógenas. Si esta pieza clave ha perdido funcionalidad queda entonces por definir, aun en ausencia de otras medidas, si se debe unificar y flotar o si se deben mantener ciertos controles a los movimientos de capital, al menos hasta tanto no se defina un plan de ajuste.
- *¿Cómo realizar la unificación cambiaria?:* Las características del proceso de unificación traen consigo muchos detalles operativos, pero uno de ellos tiene que ver con la calidad de la información que puede proveer un incipiente mercado de divisas en una economía sujeta múltiples desequilibrios. En este sentido, se reconoce que las cotizaciones disponibles del tipo de cambio paralelo utilizan métodos y

procedimientos poco transparentes. Quienes proveen las cotizaciones de este mercado negro disponen, en el margen, de cierto poder de mercado que puede ser utilizado estratégicamente para generar desvíos de la cotización. La pregunta entonces es determinar qué tan grande puede ser este desvío y, por ende, cuál es el poder de mercado de quienes proveen la información para determinar un punto focal para las transacciones, más allá de las ofertas y demandas de los participantes.

- *¿Cuál debe ser el papel del tipo de cambio en un programa antiinflacionario?:* A corto plazo, el principal dilema de la política cambiaria es determinar cuál debe ser el papel del tipo de cambio en cada uno de los estadios del proceso de estabilización. Para ello, es necesario tener una idea sobre la importancia relativa tanto de las anclas cambiarias como de las monetarias que dispondrá la economía durante el plan antiinflacionario. Es necesario fijar un objetivo o prioridad para el manejo de la política cambiaria, el cual depende de los recursos financieros que pudieran eventualmente estar comprometidos en el plan de estabilización.
- *¿Cómo definir las estrategias de “salida”?:* Cuando el tipo de cambio se utiliza como ancla nominal es necesario contar con un conjunto de criterios e indicadores que permitan reducir la probabilidad de un ataque especulativo. Quedar “atrapado” en un régimen de tipo de cambio fijo es uno de los fenómenos más frecuentes que puede ser identificado en la historia reciente de la economía venezolana. El reto consiste entonces en definir una estrategia que pueda prevenir los riesgos de la apreciación del tipo de cambio real.
- *¿Cómo interpretar, estimar y dar seguimiento al tipo de cambio real en una economía petrolera?:* La estimación del tipo de cambio real también está sujeta a problemas estructurales debido a la presencia de la renta petrolera. Crear las metodologías apropiadas para dar seguimiento al comportamiento de la productividad relativa de la economía es un

problema teórico y empírico que debe ser atendido a fin de facilitar el diseño e implementación de las estrategias de la política monetaria-cambiaria.

- *¿Cuáles deben ser las reformas que permitan reducir la dominancia fiscal?*: En este documento se argumenta que existe una relación entre el manejo de la política cambiaria y la posición de la economía en el ciclo. Durante la bonanza, el gasto del gobierno se hace procíclico mientras el BCV acumula reservas. En la reversión del choque, y bajo ciclo político-electoral, la tasa de cambio se fija por temor a la inflación. El posterior agotamiento de las reservas internacionales conduce a una crisis cambiaria. Pero este proceso se produce a instancias de un conjunto de incentivos institucionales que favorecen la adopción de políticas fuertemente procíclicas acompañadas de procesos de endeudamiento que a la postre resultan insostenibles. La pregunta entonces tiene que ver con el conjunto de políticas que deben ser adoptadas para fortalecer los procesos presupuestarios y mitigar el efecto de los ciclos económicos de origen político. Definir su naturaleza es un dilema a corto plazo. A más largo plazo, es necesario identificar los arreglos institucionales que puedan mitigar los problemas de economía política asociados al reparto de la renta y la macroeconomía del populismo.
- *¿Cuál debe ser el tipo de cambio óptimo u objetivo para Venezuela?*: Los objetivos de la política son cambiantes, así que los dilemas de la coyuntura tienen que ver con el orden de prioridades que imponga la agenda de estabilización. Como es natural el grado de flexibilidad, es un tema central que debe ser discutido en el contexto de la selección de un régimen cambiario óptimo o adecuado para Venezuela.

Una vez superada la fase de estabilización, es pertinente definir la estrategia de política que, considerando las particularidades de la economía, se adapta mejor al mantenimiento de una baja inflación y crecimiento económico. Ello pasa no solo por considerar las distintas

reglas de intervención sino también por determinar el tipo de institucionalidad que pudiera ser aplicable al caso venezolano.

2. Alternativas al actual régimen cambiario

La discusión teórica sobre los regímenes cambiarios óptimos suele centrarse en la capacidad de estos para reducir la varianza de la actividad económica en economías que, por lo general, presentan diversos grados de rigidez en los precios y salarios nominales. Pero en la práctica, la política cambiaria es utilizada para alcanzar otros objetivos tales como modificar la estructura del producto, estabilizar los precios, facilitar el financiamiento fiscal e, incluso, como parte de las políticas redistributivas.

2.1. ¿Hay un régimen cambiario óptimo?

Si no existieran rigideces que afectaran a los mercados de bienes, factores y financieros, si los agentes operaran en condiciones de información perfecta y predominaran las conductas enteramente racionales, la escogencia del régimen cambiario sería, en el largo plazo, intrascendente. Pero las economías reales no funcionan de esa manera debido a que existen muchas razones que hacen poco flexibles e ineficientes a los mercados de bienes y factores, prevalecen los mercados imperfectos, las asimetrías de información son la norma y no la excepción, predominan importantes externalidades y hay demasiadas evidencias de lo alejado que están los mercados de los modelos que asumen que las expectativas son racionales.

Todos estos factores determinan que las variaciones en el tipo de cambio nominal afecten al tipo de cambio real y, por ende, la asignación y distribución de recursos en la economía. Es decir, los tipos de cambio nominales no son neutrales, al menos a corto plazo y, en los casos donde persisten factores que generan procesos caracterizados por altos componentes de histéresis, también pueden tener efectos permanentes sobre la economía real.

A estos factores macroeconómicos hay que agregar otros más de carácter microeconómicos, que se relacionan con las características institucionales de la economía y que también condicionan la manera como se transmiten los efectos del tipo de cambio sobre el resto de las variables nominales y reales. En este sentido, son de fundamental importancia la estructura del mercado de

trabajo, el grado de indexación de los salarios y los precios, la estructura económica entre bienes transables y no transables y el nivel de competencia en los mercados internos, entre otros. Naturalmente, la posibilidad de identificar y cuantificar estos elementos, y la manera como inciden sobre los mecanismos de transmisión de los efectos de las fluctuaciones cambiarias, es bastante limitada. Por ello, es una tarea difícil evaluar los costos y beneficios de las distintas opciones para definir un régimen cambiario óptimo.

Ante la diversidad de los aspectos involucrados, no es extraño que en la literatura económica abunden las advertencias de que no hay un régimen cambiario óptimo que ajuste para todo país e incluso, en el caso de un mismo país, no hay una política cambiaria que sea la mejor en todo momento (Frankel, 1999). Estas conclusiones no sólo obedecen a las múltiples diferencias entre los países (tamaño de la economía, grado de apertura, especialización, estructura y desarrollo institucional etc.), sino también al objetivo que se asigne a la política cambiaria en un contexto determinado.

2.2. ¿Hay un objetivo prioritario de la política cambiaria?

La política cambiaria puede utilizarse para el logro de objetivos muy diversos, varios de ellos contradictorios entre sí. Entre los objetivos más destacados podemos citar:

- La estabilidad del ciclo económico.
- La reducción y el control de la inflación.
- La estabilidad del tipo de cambio nominal.
- La estabilidad del tipo de cambio real.
- El mejoramiento de la competitividad de los sectores productores de bienes transables.
- El realineamiento del tipo de cambio real con respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo.

Adicionalmente, la política cambiaria puede ser utilizada como herramienta de la política fiscal, tanto en el área de recaudación de ingresos fiscales (vía, por ejemplo, de las utilidades o ganancias cambiarias), como por el lado del manejo de los gastos (por ejemplo, mediante la utilización de tipos de cambio diferenciales que favorezcan al gobierno, al reducir la factura de sus importaciones y del servicio de la deuda externa).

Otros objetivos para la política cambiaria suelen estar asociados a las políticas redistributivas, especialmente por la estrecha relación entre los movimientos en el tipo de cambio nominal, los salarios y los precios nominales.

La jerarquización entre estos objetivos, e incluso el descarte de algunos de ellos, es un aspecto central en la definición de la política económica en cualquier país. En el caso específico de los países exportadores de petróleo, la definición del objetivo de la política cambiaria es de vital importancia, dadas las circunstancias que suelen caracterizar a estas economías: su elevado grado de apertura externa, la dependencia de los ingresos del gobierno de la actividad petrolera, y la concentración de las exportaciones en muy pocos productos.

La prioridad en la consecución de determinado objetivo depende no sólo de las características del país en comparación con otros, sino también de la fase particular del ciclo en que se encuentre la economía; el grado de desalineamiento del tipo de cambio real con respecto a los niveles de equilibrio a largo plazo; y la naturaleza, recurrencia y duración de los choques que en determinado momento podrían estar afectando al país. En consecuencia, no hay un objetivo inmutable que debe perseguir la política cambiaria. Por el contrario, y como ya se mencionó, el diseño del régimen cambiario debe corresponderse con la identificación de las circunstancias específicas que afectan al país en un momento particular.

Por otra parte, hay que tomar en consideración que la política cambiaria no se puede autodefinir, dada sus estrechas conexiones con el resto de las políticas

económicas, especialmente con la política fiscal, la política monetaria y con el marco institucional y político prevaleciente.

En la literatura teórica y empírica se tiende a centrar la atención en los temas de la incidencia del tipo de cambio nominal sobre el crecimiento y la estabilidad macroeconómica. En particular, con frecuencia se estima que minimizar la volatilidad del ciclo económico es un objetivo prioritario a la hora de evaluar las bondades de un determinado régimen cambiario, ya que se asume que los agentes desean mantener una senda estable de consumo. Así, un grueso de la literatura sobre la determinación de un régimen cambiario óptimo sugiere utilizar como criterio fundamental la minimización de la variabilidad del producto. En contraste, la utilización de la política cambiaria en la consecución directa de objetivos fiscales y distributivos ocupa un lugar secundario, dado el consenso en torno a la ineficiencia del uso del tipo de cambio nominal para el logro de fines en estas áreas, debido a las importantes distorsiones que se pudiesen crear.

Así mismo, tiende a prevalecer el criterio de la importante influencia que el nivel y las variaciones del tipo de cambio nominal, y real, tienen sobre la estructura de los precios relativos y la determinación de los precios nominales. Son múltiples las evidencias de que es por estas vías que la política cambiaria puede incidir en forma significativa sobre la estabilidad y la tasa de crecimiento de la economía.

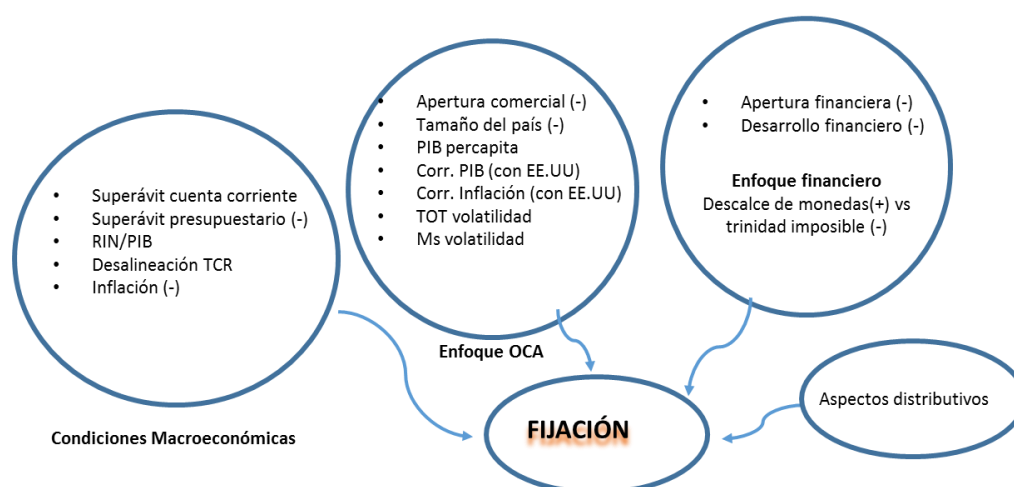
2.3. ¿Tipo de cambio fijo o tipo de cambio flexible?

La discusión en torno a la selección del régimen cambiario está íntimamente relacionada con los siguientes aspectos:

- el tamaño de la economía,
- la diversificación productiva,
- el grado de la apertura de la economía

- la naturaleza de los choques a los que está más expuesta la economía (nominales o reales, internos o externos, transitorios o permanentes),
- el grado de integración a los mercados globales de capital y el nivel de desarrollo del sistema financiero,
- la calidad institucional y la gobernabilidad, aspectos asociados a su vez con la problemática de la credibilidad de la política económica, y
- el grado de movilidad de los capitales y el nivel de reservas internacionales, como elementos que influyen sobre la estabilidad del tipo de cambio nominal.

Gráfico N° 2.1



Fuente: Calderón y Schmidt-Hebbel (2008), Frankel (2011)

2.3.1. La naturaleza de los choques

De todos los aspectos mencionados, la naturaleza de los choques a los que está expuesta la economía es el tópico que más atención ha recibido en la literatura relacionada con la selección del régimen cambiario. La pregunta clave que se trata de responder es: ¿Qué régimen cambiario minimiza los efectos sobre la actividad real, cuando se produce un choque inesperado en alguna variable relevante? Naturalmente, la respuesta a esta interrogante no es la misma si el choque es permanente o si es transitorio. En el caso de choques permanentes,

puede ser deseable que el PIB y el gasto real se ajusten a sus valores de largo plazo, por lo que sería contraproducente perseguir un objetivo de estabilización en el nivel de actividad, no así si el choque es transitorio.

Por otro lado, hay que distinguir si los choques son de naturaleza nominal (cambios no esperados en los determinantes de la oferta monetaria y/o en la demanda de dinero) o real (cambios en la función de producción, en el stock de factores, en la estructura y nivel del gasto real del gobierno o en la función de ahorro o de consumo del sector privado). De hecho, países con tasas de inflación elevadas, producto del financiamiento monetario del déficit fiscal y altas tasas de creación de crédito interno, difícilmente podrán mantener fijo el tipo de cambio por mucho tiempo³⁷. Estas conclusiones a su vez están condicionadas dependiendo de si los choques se originan internamente o son de naturaleza externa y dependiendo del grado de movilidad de los capitales (Chapple, 1987).

Hay un elevado consenso en la idea de que los choques nominales requieren tipos de cambio fijos mientras los reales exigen tipos de cambios más flexibles, siempre que el objetivo sea estabilizar el nivel de actividad económica (Turnovsky, 1976; Dornbusch, 1976). En otras palabras, la fijación del tipo de cambio nominal será aconsejable para estabilizar el producto siempre que los choques internos sean de tipo monetario, ya que el ajuste será absorbido por el nivel de las reservas internacionales sin afectar a las variables reales y permitiendo estabilizar las tasas de interés.

³⁷ Cuando nos referimos a tipos de cambio fijos aludimos expresamente a situaciones caracterizadas bien sea por la dolarización de la economía o por la institucionalización de una caja de conversión. En todo caso hay que aclarar que un régimen de cambio fijo puede ser reversible, a pesar de los muy elevados costos económicos y políticos que implican la salida y/o el colapso de este tipo de régimen (Vega y Lahura, 2013; y para una discusión sobre estos temas con referencias al caso venezolano ver: Kamal, 2015; Gallo, 2017; Kamal, 2017; Balza, 2017). Es necesario precisar que no estamos considerando como regímenes de cambio fijo los llamados “*soft peg*”. En estos casos, si bien las autoridades anuncian la intención de mantener una paridad fija, se reservan el derecho a modificarla si las condiciones políticas, sociales o macroeconómicas así lo exigen; estos sistemas cambiarios deben considerarse dentro del conjunto de los regímenes intermedios y no como parte de los casos extremos o puros.

En cambio, si los choques internos son de origen real, un régimen flexible permitirá trasladar a la demanda externa, por la vía de la tasa de cambio, los efectos de las perturbaciones. Así mismo, frente a choques reales de origen externo, un tipo de cambio flexible será la mejor manera de aislar el nivel de actividad interna³⁸. En consecuencia, economías abiertas y con sectores externos muy volátiles deberían tender a seleccionar regímenes de cambio más flexibles (Mundell, 1963; Calvo y Mishkin, 2003).

A esto se debe agregar que la flexibilidad permite ajustes más o menos automáticos de la tasa de cambio frente a los movimientos en los términos de intercambio y los movimientos autónomos de capital, evitándose de esa manera los traumas que ocasionan las importantes devaluaciones a la que se ven expuestos los tipos de cambio fijos cuando se vuelven insostenibles. Estudios empíricos han encontrado que los efectos sobre el nivel y la volatilidad del PIB, en los países en desarrollo exportadores de materias primas, sobreexpuestos a la variación de los términos de intercambio, son menores en los países con régimen flotante que con régimen fijo (Broda, 2004). Aunque también hay que resaltar que el tipo de cambio real es más volátil bajo un sistema cambiario flexible que en uno fijo; la razón está asociada con el hecho de que, al menos a corto plazo, el tipo de cambio real y el nominal tienden a un comovimiento positivo, especialmente en presencia de rigidez de precios y salarios (Mussa, 1986; Flood y Rose, 1995).

Un tema relevante es el que se refiere a la simetría de los choques a los que está expuesta la economía con relación a los que afectan a los socios

³⁸ Sin embargo, las propiedades de los tipos de cambio flexibles para aislar la actividad interna de los choques reales dependen de otros aspectos centrales: (1) el problema de la transferencia, según el cual, un shock adverso requiere de grandes variaciones del tipo de cambio a fin de restablecer el equilibrio de las cuentas externas; (2) el problema de la dolarización de pasivos, que se presenta cuando las empresas obtienen sus ingresos en moneda doméstica pero su deuda está denominada en moneda extranjera, produciéndose una vulnerabilidad que termina por afectar la inversión y la estabilidad del sistema financiero; y (3) las hojas de balance y la prima de riesgo, un efecto mediante el cual los elementos anteriores se combinan para incrementar el costo del financiamiento a través de una mayor prima de riesgo. En teoría, estos factores tienden a diluir el supuesto efecto aislante de las tasas cambiarias flexibles (Céspedes, Chang, y Velasco, 2004).

comerciales y los países emisores de las monedas con respecto a las cuales se define el tipo de cambio. Mientras más asimétricos los choques que afectan a las economías, menos conveniente será la adopción de un tipo de cambio fijo entre esas economías.

Pero, como se discutirá más adelante, estas conclusiones no son las mismas si se considera que estabilizar los precios es más importante que estabilizar el PIB, o si el objetivo debe ser acelerar el ajuste del tipo de cambio real a su nuevo nivel de equilibrio.

2.3.2. La rigidez de precios y salarios

Otro aspecto sustantivo que debe ser considerado es el que tiene que ver con el grado de rigidez de los salarios y precios nominales, tema que a su vez está relacionado con el llamado “efecto *pass-through*” que mide la velocidad e intensidad con la que las modificaciones en la tasa de cambio nominal afectan los precios internos. Por ejemplo, si el *pass-through* es elevado (los precios son muy flexibles), hay elevada movilidad de capitales y los choques son de carácter nominal, los tipos de cambio flexibles generaran mayor inestabilidad en los precios internos, aunque los efectos sobre el nivel de actividad económica es posible que sean poco relevantes. En contraste, con tipos fijos, la estabilidad del PIB y de los precios internos será mayor. En cambio, si los choques son de carácter real y los precios son más bien rígidos, un tipo de cambio flotante tiene un efecto más estabilizador. En otras palabras, si los precios internos se mueven lentamente, es más rápido y menos costoso modificar el tipo de cambio nominal en respuesta a los choques que requieren un ajuste en el tipo de cambio real (Friedman, 1953; Wills y Ploeg, 2014).

2.3.3. La credibilidad y la calidad institucional

Hay que considerar, además, que la selección del régimen cambiario está asociada con el tema de la credibilidad en las autoridades y la calidad de las instituciones (Edwards, 1996). Cuando la credibilidad es baja, como consecuencia, por ejemplo, de una elevada inestabilidad política interna o una

baja calidad institucional, serán mayores los incentivos para que las autoridades tiendan a “atar sus manos” fijando el tipo de cambio nominal.

Un régimen de tipo de cambio fijo puede inducir disciplina fiscal, dado el alto costo político que implica modificar la tasa cambiaria y, más aún, abandonar el régimen cambiario. Si estos costos políticos son efectivamente altos se eliminan, también, los incentivos para que los gestores de la política económica realicen depreciaciones y apreciaciones competitivas. Pero, por otra parte, una economía con un tipo de cambio fijo tiende a expandir el gasto fiscal financiado con señoreaje, especialmente en el caso de los gobiernos con reducidos horizontes que intentan provocar episodios de alto crecimiento económico en el corto plazo utilizando la apreciación cambiaria con fines fiscales y distributivos. De esta manera, la conexión entre el régimen cambiario y la política fiscal depende de la fortaleza y sustentabilidad política del gobierno.

Además, hay que distinguir entre la deseabilidad y la factibilidad de implementar el régimen cambiario. A mayor inestabilidad política y debilidad del gobierno, será más difícil sostener un tipo de cambio fijo; aunque en estas circunstancias los gobiernos tiendan a anunciar un tipo de cambio fijo esperando anclar las expectativas. Estas contradicciones remiten a la diferenciación entre los regímenes de cambio “*de jure*” y los “*de facto*”.

En cuanto a la calidad institucional, si es muy baja, las autoridades tendrán incentivos para tratar de importar la estabilidad de precios, ganando credibilidad vía la fijación estricta del tipo de cambio nominal (dolarización o una caja de conversión). Es por ello que se suele argumentar que mientras más flexible el tipo de cambio, mayores serán las exigencias institucionales para el diseño y gestión de la política económica. No es casual que los tipos de cambios flexibles tiendan a dominar entre los países más avanzados donde, además, hay mayor intolerancia a la inflación.

2.3.4. El desarrollo del sistema financiero

Ante un sistema financiero poco sofisticado y deficientemente regulado, factores que limitan las posibilidades de desarrollar un mercado de divisas amplio y profundo, es difícil implementar un régimen de cambio flexible. Esta es una razón de peso que obliga a plantearse una aproximación gradual desde un régimen de tipo de cambio nominal rígido a uno flexible.

Por razones obvias, bajo un régimen de cambio fijo no resulta relevante el desarrollo de los mercados de divisas y los sistemas financieros locales son en extremo vulnerables, especialmente en las coyunturas inflacionarias, dada la tendencia intrínseca, bajo rigidez en el tipo de cambio nominal, a sobrevaluar la moneda. La sobrevaluación debilita por diferentes vías al sistema financiero, especialmente si no se cuenta con un prestamista de última instancia o el Banco Central está muy restringido para realizar esa función. Es por esta razón que, bajo un régimen de cambio fijo, el precio de una baja inflación puede ser una inestabilidad financiera endémica o un sistema financiero nacional poco desarrollado en sus funciones de intermediación y de manejo eficiente de los riesgos.

En un documento reciente Obstfeld, Ostry y Qureshi (2017) encuentran que los países con regímenes de tipo de cambio fijo tienden a mostrar mayores vulnerabilidades financieras. De hecho, en los regímenes fijos, la menor autonomía de la política monetaria y la mayor sensibilidad a los flujos de capital tienden a amplificar los shocks financieros globales a través de un mayor apalancamiento bancario, crecimiento del crédito doméstico y del precio de la vivienda. A fin de precisar el alcance de estos efectos que se ha sugerido la existencia de otro trilema según el cual los países solo podrían escoger entre dos de los siguientes objetivos: (1) Estabilidad financiera, (2) Integración financiera y (3) Políticas financieras nacionales (Schoenmaker, 2011)³⁹

³⁹ Hay una analogía con el trilema extendido presentado en Rodrick (2000) cuyos tres nodos son: la integración económica internacional, Estado-nación y política de masas. El primero se refiere a la jurisdicción territorial. Esto es, entidades con poderes independientes para realizar

En contraste, bajo un régimen de flexibilidad cambiaria se generan incentivos para administrar el riesgo cambiario y monetario, así como la necesidad de contar con mercados adecuados de divisas, derivados y monetarios a corto y largo plazo.

2.3.5. Los controles sobre el movimiento de los capitales

La existencia de controles de capital es otro elemento que suele acompañar a los tipos de cambio fijos, como instrumento complementario de un Banco Central con capacidades limitadas para actuar ante los choques externos y la debilidad de los sistemas financieros. Este tipo de controles, cuando son efectivos, aumentan la habilidad de un país para sostener fijo el tipo de cambio al reducir las presiones para revaluar o devaluar la moneda. Hay que notar, sin embargo, que el rápido proceso de profundización e innovación financiera ha reducido gradualmente la efectividad de este tipo de controles y sus impactos macroeconómicos.

Naturalmente, los controles tienen un carácter asimétrico con respecto al tipo de movimiento de capital (especulativo y monetario, inversión directa real, inversiones de portafolio etc.) y su permanencia temporal (corto o largo plazo). La aplicación de los controles, más allá del régimen cambiario en vigencia, dependen también del nivel de estabilización de la economía, el desarrollo institucional y el marco regulatorio que determinan el funcionamiento de los mercados de divisas y monetarios, y la severidad y tipo de choque que en determinadas coyunturas afecta a la economía del país.

2.3.6. El nivel de las reservas internacionales

El nivel de las reservas internacionales podría considerarse como otra variable que influye en la selección del régimen cambiario. No sorprende la alta correlación positiva entre los niveles de las reservas internacionales y la

y administrar la ley. La "política de masas" por su parte se refiere a sistemas políticos donde hay un alto grado de movilización política y las instituciones políticas responden a los grupos movilizados. Solo podemos tener como máximo dos de estas tres cosas. Por ejemplo, si se desean regímenes políticos altamente participativos, tenemos que elegir entre el Estado-nación y la integración económica internacional. Si queremos mantener el Estado-nación, tenemos que elegir entre la política de masas y la integración económica.

prevalencia de tipos de cambio fijos, ya que los regímenes de cambio fijo requieren de estas para poderse sostener, incluso en los casos de rigidez extrema. Esto es especialmente válido cuando la economía está expuesta a sufrir choques externos de relativa importancia, la volatilidad es elevada, el sistema financiero es débil, las autoridades padecen de baja reputación, y hay inestabilidad política interna (Velazco, 2000).

Si bien no está clara la relación de causalidad entre el nivel de reservas y el grado de rigidez del tipo de cambio, es bien conocido que un relevante costo de fijar el precio de la moneda es inmovilizar importantes recursos bajo la forma de reservas, como señal del grado de compromiso del Banco Central con respecto a la paridad fija.

2.3.7. La tasa de inflación prevaleciente

Por último, la tasa de inflación prevaleciente también podría influir en la selección del régimen cambiario. Hay evidencia empírica consistente de que países con elevadas tasas de inflación tienden a utilizar el tipo de cambio como ancla nominal (Calvo y Vegh, 1999; Frieden, Ghezzi, y Stein, 2000). De hecho, la gran mayoría de los programas de estabilización basados en la imposición de un tipo de cambio fijo fueron precedidos por episodios de elevada tasa de inflación o hiperinflaciones. Sin embargo, hay que destacar que la persistencia de una inflación elevada, a su vez, terminará creando presiones sobre el mercado cambiario que, finalmente, puede terminar forzando una flotación cambiaria.

La dolarización o una caja de conversión son vías de ganar credibilidad en ambientes donde la inflación es elevada, al pretender eliminar con la fijación del tipo de cambio el problema de la inconsistencia temporal o dinámica⁴⁰.

⁴⁰ Como es bien conocido una implicación fundamental de los regímenes de cambio fijo es que las tasas de interés estarán determinadas por el país cuya moneda está siendo usada como base; en la práctica el país que está fijando el tipo de cambio importa la política monetaria del que emite la moneda de referencia o respaldo. De hecho, un resultado estándar sugiere que la política monetaria local no puede ser utilizada para afectar la demanda agregada o la balanza de pagos cuando el tipo de cambio es fijo. Estos problemas fueron tempranamente identificados por Mundell (1961) en el contexto de la determinación de un área monetaria

Pero la fijación del tipo de cambio sería una señal creíble dependiendo, sobre todo, de la calidad de la política fiscal. Si la gestión fiscal continúa presionando sobre la expansión de los agregados monetarios, la fijación del tipo de cambio, la dolarización, o una caja de conversión no podrán sostenerse y, con seguridad, se terminará en una nueva crisis cambiaria y una flotación caótica como régimen *de facto*.

En todo caso, hay que enfatizar que cuando la inflación es elevada, y por tanto ocupa un lugar privilegiado en la agenda de problemas a ser atendidos por las autoridades, el tema de la estabilización prevalece sobre otros objetivos a perseguir con la política cambiaria (por ejemplo: el desalineamiento del tipo de cambio real y la reasignación de recursos en la economía interna). Esto explica la tendencia generalizada, por parte de las autoridades económicas, a preferir asignar el rol de ancla nominal al tipo de cambio en las primeras fases de implementación de un programa de ajustes y reformas, especialmente cuando estos son la respuesta a una crisis inflacionaria. Aunque debe acotarse, como ya se ha señalado, qué si el tipo de cambio es fijo, sin posibilidad de usar la política monetaria, y las instituciones fiscales son débiles (la política fiscal es procíclica), esto significa, en los hechos, que el país no contará con las herramientas para desarrollar una política de estabilización.

En conclusión, más allá de consideraciones legales, un régimen de tipo de cambio fijo para ser exitoso requiere de sólidos fundamentos y adecuadas reservas, disciplina fiscal y un fuerte y bien supervisado sistema financiero;

óptima. Sus estudios indicaban la imposibilidad de utilizar políticas monetarias contracíclicas debido al efecto compensador de los flujos de capital sobre el mercado interno. Por ejemplo, si se requería un aumento de la tasa de interés para atenuar un ciclo expansivo, se produciría un desbalance en la ecuación de arbitraje. Las entradas de capital y la expansión monetaria asociada terminarían por forzar la tasa de interés a su nivel inicial o de equilibrio. De esta forma, y a causa de la movilidad de capital, el país no podría utilizar operaciones de mercado abierto u otros instrumentos para incrementar las tasas de interés y atenuar el ciclo, al menos no de forma permanente. En síntesis, uno de los costos más importantes que implica adoptar un régimen de cambio fijo es sacrificar la posibilidad de utilizar la política monetaria como política de estabilización macroeconómica, a la par que se adopta la política monetaria del país emisor de la moneda de respaldo. Las implicaciones de este hecho no deben ser subestimadas.

pero si estas condiciones se cumplen, también es posible gestionar un régimen de cambio flexible. La elección por tanto depende de la valorización y priorización de los otros objetivos que pueden ser perseguidos con la política cambiaria.

En el Cuadro N° 2.1 se sintetizan las relaciones entre los factores determinantes que se han considerado hasta ahora y los regímenes cambiarios extremos.

Cuadro N° 2.1
Factores determinantes y régimen cambiario

Característica	Intensidad	Propensión a un Régimen Cambiario	
		Fijo	Flexible
Tamaño de la Economía	Grande		X
	Pequeña	X	
Grado de Apertura	Más Abierta	X	
	Menos Abierta		X
Concentración del Comercio Internacional	Elevada	X	
	Reducida		X
Naturaleza de los Choques	Reales		X
	Nominales	X	
Simetría de los Choques	Elevada	X	
	Baja		X
Integración al Mercado de Capitales y Descalce de Monedas	Elevado	X	
	Bajo		X
Flexibilidad de Salarios y Precios	Alta	X	
	Baja		X
Tasa de Inflación Preexistente	Elevada	X	
	Baja		X
Desarrollo del Sistema Financiero	Elevado		X
	Bajo	X	
Controles de Capital	Más	X	
	Menos		X
Nivel de Reservas Internacionales	Alto	X	
	Bajo		X
Calidad Institucional	Alta		X
	Baja	X	
Fortaleza Política del Gobierno	Alta	X	
	Baja		X
Dominancia Fiscal	Alta	X	
	Baja		X
Grado de Politización de la Política Cambiaria	Alto	X	
	Bajo		X

2.3.8 El tema distributivo

La consideración del tema distributivo incorpora en el análisis elementos de carácter institucional y del comportamiento estratégico de los agentes en el proceso de toma de decisiones. De aquí que la escogencia del régimen y la política cambiaria no es solo una decisión que debe responder a cuestiones vinculadas a contingencias económicas, sino que también es un asunto de prioridades políticas. No tomar en consideración las fuerzas que subyacen tras una decisión tan significativa puede dar a los analistas económicos la ilusión de un control efectivo, como si la selección del régimen cambiario fuera posible de forma exógena y no una variable que se encuentra atada a diferentes aspectos estructurales, financieros y políticos (Levi-Yeyati, Sturzenegger y Reggio, 2010).

En este sentido, la literatura ha reconocido la posible endogeneidad en la selección del régimen cambiario. Bajo este enfoque no es tan importante la determinación de criterios de optimalidad o bienestar general como el comportamiento estratégico de los participantes en la decisión. De esta forma se han incorporado al análisis aspectos relacionados con los grupos de interés, las presiones partidistas, las estructuras institucionales, los incentivos electorales y el propio entorno internacional (Frieden y Broz, 2006). La historia reciente de la política cambiaria en Venezuela da cuenta sobre cómo se manifiestan estas dinámicas distributivas durante los periodos de auge y crisis.

Como se desprende del párrafo anterior, el régimen cambiario no puede considerarse entonces una variable exógena de política. Por el contrario, es una decisión con un alto contenido endógeno, en el sentido de que depende del contexto local en el que se mueven los agentes económicos. Más allá de los condicionantes y restricciones que hemos considerado, hay otras dimensiones que hay que tener en cuenta ya que la política cambiaria contribuye a definir el contrato distributivo entre los diferentes agentes que participan en el proceso económico. Esto es de particular importancia en el seno de una economía

como la nuestra, dada la relevancia que tiene la renta petrolera para la determinación del nivel y la distribución del ingreso.

En una economía petrolera los principales mecanismos de distribución de la renta son: el gasto público, fundamentalmente a través del salario del sector público que pudiera actuar como marcador; las transferencias y la apreciación cambiaria, que actúa a través de las mayores importaciones y salidas de capital privado. Hay buenas razones que sugieren como estrategia óptima que los booms petroleros sean repartidos a través del gasto público y las transferencias y no a través de la apreciación del tipo de cambio nominal. El supuesto que subyace tras esta hipótesis es que los consumidores finales, y especialmente aquellos pertenecientes a los estratos de más bajos de ingreso, pueden participar de una mayor fracción del boom petrolero cuando éste se reparte a través del gasto público, incluyendo las importaciones públicas, que cuando se hace a través de la mayor oferta de divisas en el mercado cambiario; es decir, mediante la apreciación del tipo de cambio nominal.

En el caso específico de Venezuela, una apreciación del tipo de cambio produce una ganancia real neta de los tenedores de saldos nominales en bolívares. Dicha ganancia podrá ser mayor para quienes tienen acceso al crédito bancario y puedan financiar la compra de activos externos a bajas tasas de interés. De esta forma, ante una apreciación cambiaria de carácter transitorio la renta petrolera se distribuye de manera desigual, favoreciendo principalmente a los estratos más ricos de la población. Dicho de otro modo; un tipo de cambio más bajo es la forma más expedita de facilitar el acceso de la renta petrolera a los sectores con mayores activos líquidos, más bancarizados y con colaterales suficientes para aprovechar el efecto riqueza. Esto es particularmente cierto si se percibe que el efecto riqueza es transitorio o si se tiene acceso a información privilegiada respecto a la sostenibilidad de la política cambiaria.

Al contrario de lo que sucede con el gasto público, la apreciación cambiaria no permite acceder directamente a la renta petrolera de primera mano. Es así, que

los consumidores, ante un incremento en el precio del crudo, preferirían observar un gasto público incrementándose que un tipo de cambio apreciándose. Aquel impacta la demanda agregada, mientras que el segundo se asociaría directamente con salidas de capital.

A estas alturas del análisis, es forzoso concluir que no existe un régimen cambiario óptimo en abstracto. Por el contrario, la selección del régimen cambiario está determinada por variables y características idiosincráticas de cada país, incluyendo la vulnerabilidad y origen de los choques que impactan la economía, el grado de desalineamiento del tipo de cambio real respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo, los objetivos asignados a la política cambiaria en el conjunto de la política económica y el contexto político e institucional en el que se desenvuelven los agentes económicos.

2.4. Regímenes de tipo de cambio intermedios.

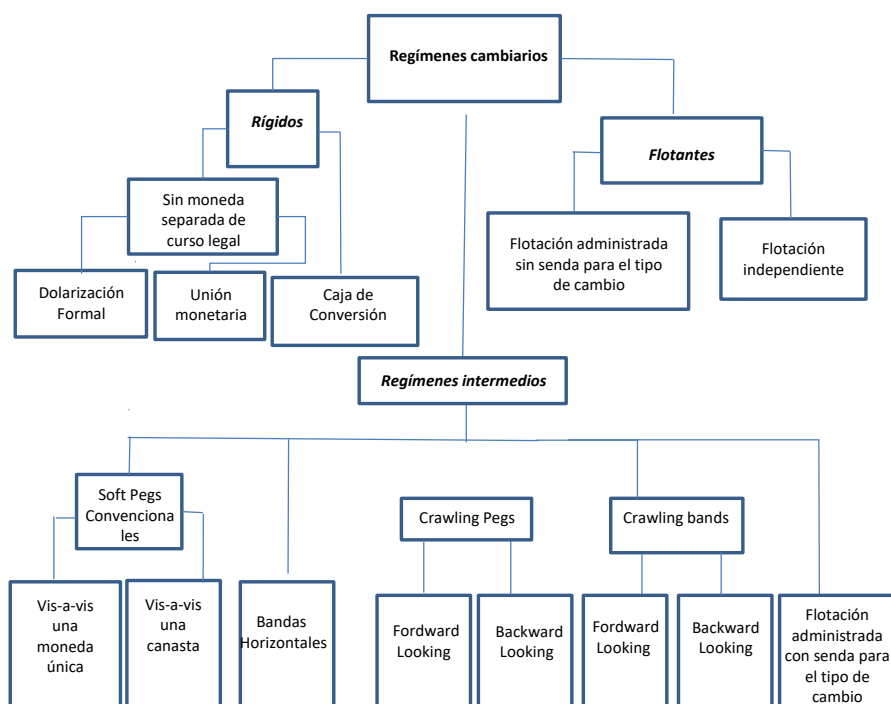
Los tipos de cambio absolutamente rígidos y los de libre flotación son casos extremos. En los países en desarrollo, y sobre todo en las economías petroleras, suelen prevalecer los llamados regímenes intermedios: de paridad fija pero ajustable (*soft peg*), tipo de cambio móvil (*crawling peg*), bandas y bandas móviles (*crawling bands*), acompañados o no por controles sobre la cuenta corriente y/o la cuenta de capitales y regímenes de flotación limitada, “sucia” o administrada (ver Gráfico N° 2.1). En su conjunto son arreglos cambiarios donde las autoridades asumen el compromiso de defender el tipo de cambio en un rango específico, pero manteniendo la opción de cambiar la paridad si se modifican los factores determinantes o el signo monetario está sometido a fuertes presiones de mercado. La característica común a todos estos regímenes intermedios es su vulnerabilidad ante los choques macroeconómicos severos. A medida que transcurre el tiempo, en el contexto de estos arreglos cambiarios, es típico que se vayan reduciendo los incentivos de las autoridades para manejar adecuadamente el riesgo cambiario, lo que termina elevando los costos de cualquier ajuste brusco en el tipo de cambio.

Estos regímenes intermedios, como es conocido, son susceptibles de ataques especulativos frecuentes, ya que hay escasos estímulos para mantener tasas de interés altas y defender el tipo de cambio, sobre todo si el sistema financiero es frágil, el endeudamiento externo es alto y la tasa de crecimiento de la economía es reducida (Calvo y Reinhart, 1999). Además, la vulnerabilidad externa y la debilidad institucional hacen que prevalezca el “temor a la flotación” que induce a frecuentes y distorsionadoras intervenciones en el mercado de divisas con el objetivo explícito de reducir los movimientos de la tasa de cambio.

En la literatura se destacan los factores que explican por qué los países en desarrollo, y las economías exportadoras de materias primas en particular, obtienen menos beneficios de los tipos de cambio intermedios. Entre ellos podríamos mencionar (Goldstein, 2002):

- Los ajustes cambiarios tienden a tener efectos contractivos, dadas la inelasticidad de la oferta de productos exportables y la demanda de importaciones y “los elevados *pass-through*” prevalecientes.
- No hay indicios de que con tipos de cambio intermedios se gane verdadera independencia en la política monetaria, a menos que se acompañen con reglas fiscales adicionales que refuercen y hagan posible el logro de los objetivos antiinflacionarios o se reduzca ostensiblemente la dominancia fiscal.
- Dados que los *pass-through* tienden a ser elevados, el ajuste cambiario tiene poca incidencia sobre el tipo de cambio real.
- El volumen de comercio es muy vulnerable a la volatilidad del tipo de cambio.
- La calificación crediticia es muy sensible a las modificaciones frecuentes del tipo de cambio.

Gráfico N° 2.2
Clasificación de los regímenes cambiarios



Fuente: Bubula y Otker (2002)

Si bien estas características son comunes a todos los regímenes intermedios, son menos graves en los casos de *crawl*, bandas y la flotación administrada. Un aspecto importante que los diferencia de los *soft peg* es la despolitización del ajuste cambiario y la mayor estabilidad que tiende a registrar el tipo de cambio real efectivo.

En los casos donde las bandas son amplias y cuando se permite una flotación manejada, y por tanto más flexible el tipo de cambio nominal, habrá mayor holgura para lidiar con los choques externos y se estará en condiciones de

tener mayor independencia en la gestión de la política monetaria, pero a costa de una mayor volatilidad del tipo de cambio nominal y una elevada vulnerabilidad a los ataques especulativos. Por estas razones, estos regímenes suelen ser acompañados por controles sobre los movimientos de capital.

Cuadro N° 2.2
Características relevantes de los regímenes cambiarios intermedios

Régimen	Definición	Ventajas	Desventajas
Fijo Ajustable (<i>Soft Peg</i>)	El tipo de cambio nominal es fijo pero el Banco Central puede modificar permanentemente la paridad si considera que hay cambios en los determinantes reales y/o nominales.	Implica cierta flexibilidad cambiaria, a discreción de la autoridad monetaria. Funciona como un ancla nominal, siempre que no surjan problemas de credibilidad.	Los ajustes en la tasa de cambio tienden a ser significativos, generando incertidumbre y presiones inflacionarias significativas. En un contexto institucional débil, se generan problemas de inconsistencia temporal y una tendencia a subvaluar permanentemente la moneda.
Cambio Deslizante (<i>Crawling Peg</i>)	El tipo de cambio nominal se ajusta con frecuencia con base en un conjunto de indicadores (por ejemplo: la tasa de inflación pasada, la tasa de inflación esperada etc.) o con base en un tipo de cambio objetivo preanunciado. Sólo se permite una estrecha fluctuación ($\pm 1\%$).	Despolitiza la fijación del tipo de cambio. Evita o reduce la tendencia a sobrevaluar el tipo de cambio. Introduce una mayor flexibilidad cambiaria que un soft peg. Reduce la incertidumbre y ayuda a ganar credibilidad.	El régimen es muy sensible a las políticas fiscales y monetarias inconsistentes. Una regla cambiaria basada en la inflación pasada institucionaliza la inercia inflacionaria. Sensible a ataques especulativos
Banda Cambiaria Deslizante (<i>Crawling Band</i>)	El Banco Central no se compromete a mantener el tipo de cambio, anunciando que este se ajustará periódicamente. Se permite que el tipo de cambio nominal fluctúe en una banda cuyos límites pueden ubicarse a una distancia relativamente grande (mayor a $\pm 2\%$). Se pueden utilizar diversos criterios para ajustar la paridad central: inflación pasada, inflación esperada, inflación objetivo, tipo de cambio objetivo etc.	En países con elevada inflación es posible permitir una flexibilidad suficiente sin necesidad de ajustes traumáticos en la paridad central. La mayor flexibilidad cambiaria permite mayores grados de libertad en la administración de la política monetaria.	En los casos donde no se preanuncian los ajustes en la paridad central, se genera una elevada incertidumbre afectando la gestión de la política monetaria. Errores en la fijación del objetivo cambiario pueden introducir elevados riesgos que comprometen la estabilidad y vigencia del régimen cambiario. En los casos en que el criterio de ajuste de la paridad central se basa en la inflación pasada, se introduce una elevada inercia inflacionaria.
Flotación Administrada (<i>Managed Floating</i>)	Al tipo de cambio se le permite flotar en una banda amplia con respecto a otra moneda o a una cesta de monedas, pero no hay una paridad central explícita. El Banco Central interviene esporádicamente, sin preaviso y sin un objetivo explícito. Las intervenciones del Banco Central pueden ser directas (utilizando las reservas internacionales) o indirectas (utilizando instrumentos de la política monetaria).	El ajuste frente a los choques internos y externos recae fundamentalmente sobre el tipo de cambio nominal, dando mucha libertad al Banco Central para administrar la política monetaria. A diferencia de la libre flotación, se requiere mantener un stock de reservas internacionales con el objeto de dar credibilidad al régimen cambiario y garantizar un cierto anclaje del tipo de cambio nominal y/o el logro de algún objetivo implícito para el tipo de cambio nominal.	Elevada volatilidad del tipo de cambio nominal y real. Se requiere que la política cambiaria asuma el rol fundamental de servir de ancla nominal. La escasa transparencia sobre las intervenciones del Banco Central en el mercado cambiario puede ser una fuente de importante incertidumbre. Los aspectos regulatorios e institucionales que determinan el funcionamiento del mercado cambiario y el sistema financiero son determinantes para el funcionamiento del régimen cambiario.

2.5 Economías petroleras y regímenes cambiarios

En el Cuadro N° 2.3 se muestran los regímenes cambiarios prevalecientes hoy en los países considerados como economías petroleras. Como puede observarse prevalecen los regímenes intermedios y los controles totales o parciales sobre el movimiento de capitales, incluso en los casos de extrema rigidez y flexibilidad.

Cuadro N° 2.3
Régimen Cambiario y de Política Monetaria en las Economías Petroleras 2016

Tipo de Régimen	Régimen Cambiario/País	Control al Movimiento de Capitales		
		Sin Control	Control Rígido	Control Algunas Operaciones
Fijo	Dolarización			
	Ecuador			X
	Caja de Conversión			
	Brunei	X		
Intermedio	Soft Peg			
	Arabia Saudita		X	
	Emiratos Arabes	X		
	Kuwait			X
	Nigeria	X		
	Oman	X		
	Qatar	X		
	Venezuela			X
	Crawling Band			
	Argelia		X	
	Irán			X
	Malasia		X	
Flexible	Flotación Administrada			
	Indonesia			X
	Kazakastan			X
	Flotación Libre			
	México			X
	Noruega	X		
	Rusia			X

Nota: Clasificación con base en el índice derivado y estimado por Fernández et. al. (2015). Rígido significa valores del índice entre 1 y 0,75, Control sobre Algunas Operaciones: 0,30 y 0,74, y Sin Control: 0 y 0,29.

Fuente: Fernández, Klein, Rebucci, Schindler y Uribe (2015)

Es interesante destacar una característica típica, y bien conocida, de las economías petroleras, que a los efectos de este trabajo es de suma importancia: la tendencia a apreciar el tipo de cambio real en los booms y en las crisis. Es una idea ampliamente difundida que la apreciación cambiaria termina por ser una receta segura para el desastre: sobreendeudamiento,

pérdida de reservas internacionales, especialización ineficiente, ataques especulativos y crisis son algunas de sus consecuencias.

Sin embargo, a corto plazo, al menos, no resulta obvio ninguno de estos riesgos. Para las empresas productoras de bienes no transables la apreciación cambiaria implica un incremento de la demanda y un abaratamiento relativo de la materia prima importada⁴¹. Los consumidores por su parte también ganan con la apreciación al disponer de bienes importados más baratos (Broz y Frieden, 2001). Así pues, salvo para los exportadores o los acreedores netos en moneda externa, la apreciación se asocia a un incremento en el bienestar general.

Desde esta perspectiva es natural que, en Venezuela, por ejemplo, durante un boom petrolero o en períodos de acelerado endeudamiento externo, el mecanismo distributivo de renta basado en la adopción de un régimen de tipo de cambio fijo suele generar poca resistencia interna. No obstante, la aceptación de la regla de reparto depende de cuáles sectores, y sus respectivos poderes de negociación, puedan apropiarse parte de la renta, bien sea a través de las importaciones o de la acumulación de activos externos.

La apreciación generalmente termina produciéndose por las presiones de demanda interna que incrementa los precios y por la acumulación de pasivos externos que, a su vez, obligan a generar superávits de cuenta corriente mayores a largo plazo. Es decir, la apreciación cambiaria termina traduciéndose en inflación y endeudamiento externo. Esto produce un

⁴¹ Tal vez uno de los principales antecedentes que ilustra las visiones contrapuestas sobre el uso del tipo de cambio y el conflicto entre distintos intereses en Venezuela se remonta a la década de 1930, cuando Alberto Adriani y Vicente Lecuna debatieron acerca del papel del tipo de cambio en el desarrollo. El primero argumentó que era necesario mantener la competitividad de las exportaciones y recuperar la agricultura, sector que había sido fuertemente golpeado por la apreciación cambiaria que se generó con el desarrollo de la industria petrolera y por el desplome del precio de los productos agrícolas en los mercados internacionales. Por su parte, Lecuna junto con su colega, el también banquero, Pérez Dupuy abogaron por el mantenimiento de un tipo de cambio apreciado que abaratara las importaciones y evitara la inflación.

paulatino efecto negativo sobre la estructura productiva (la llamada “enfermedad holandesa”).

Por estas razones, en las economías petroleras, es siempre difícil justificar la acumulación de activos externos, bajo la forma de reservas internacionales o engrosando un fondo soberano. Si los sectores con mayor poder de negociación perciben que sus beneficios netos son mayores consumiendo la renta extraordinaria en el presente, como es lo usual, la acumulación de reservas, aunque se justifique por razones de estabilidad y crecimiento a largo plazo, será percibida como una opción sub-óptima. Desde esta perspectiva, el auge petrolero casi “obliga” a la apreciación cambiaria en las naciones exportadoras de materias primas.

2.6 Flexibilidad cambiaria y anclaje nominal

Si en una economía como la venezolana se prevé que en el largo plazo predominen choques reales externos y adversos, que suponen un realineamiento importante del tipo de cambio real, es evidente que sería recomendable optar por un régimen cambiario que implique mayor flexibilidad de la tasa nominal, aspecto que se desarrollará con más detalle en el próximo capítulo.

En teoría, la flexibilidad cambiaria permitiría una mayor estabilidad ante el ciclo económico, pues los precios relativos se ajustarían rápidamente, compensando los efectos de los choques externos. Así, por ejemplo, una desmejora en los términos de intercambio, o una caída en la demanda de las exportaciones petroleras, tendría como consecuencia una depreciación de la moneda hasta el punto donde se restableciera, al menos, el equilibrio en la balanza comercial. En contraste, y por las razones que ya hemos expuesto, ante choques de esta naturaleza un tipo de cambio fijo provocaría un ajuste generalmente costoso. Dado que la fijación del tipo de cambio no permite un ajuste inmediato de los precios relativos en correspondencia con el nuevo equilibrio, que requiere entre otras cosas de una reducción de las

importaciones; el ajuste en este caso sólo se obtendría a través de una contracción de la actividad económica, que exige perder reservas internacionales y desmonetización de economía como condición para forzar la desinflación o la deflación (Obstfeld y Rogoff, 1995).

Pero la flexibilidad cambiaria, con el objeto de aumentar la eficiencia en el proceso de ajuste a los choques externos, supone encontrar y poner a funcionar un ancla nominal alternativa al tipo de cambio. En principio, un régimen cambiario flexible puede ser compatible con diversos regímenes de política monetaria: metas de inflación, metas de agregados monetarios e, incluso, regímenes más discrecionales donde el ancla nominal es más implícita que explícita (Calvo y Mishkin, 2003). En todos estos casos, el Banco Central debe contar con la suficiente autonomía operativa para perseguir objetivos nominales, independientemente de las necesidades de financiamiento del sector público y/o de consideraciones asociadas con el comportamiento del ciclo político.

Dadas las fuertes exigencias institucionales para adoptar un régimen monetario de explícitos objetivos inflacionarios (*inflation targeting*), la fijación de objetivos para la política monetaria en términos de agregados monetarios ha sido adoptada por varios países exportadores de materias primas. Una solución de política de segundo óptimo, debido a la inestabilidad y dificultad para estimar el comportamiento de la demanda de dinero, que se expresa como una baja e inestable relación entre el comportamiento de los agregados monetarios y la tasa de inflación (Ötoker-Robe y Vávra, 2007).

La creación de las condiciones institucionales que hagan posible las políticas monetarias centradas en objetivos inflacionarios implica, al menos, la capacidad para asumir de manera eficaz (Fondo Monetario Internacional, 2001; Goldstein, 2002):

- Un compromiso público de reducir la tasa de inflación y alcanzar una meta específica en un tiempo determinado.

- Un compromiso político de desvincular los objetivos y el manejo de la política monetaria de la política fiscal.
- La garantía de transparencia y rendición de cuentas, de manera que se cuente con la apropiada información pública sobre las intenciones de la política monetaria y el avance en el alcance de los objetivos antiinflacionarios planteados por los decisores de la política monetaria.

Naturalmente, si se tienen en cuenta las condiciones actuales de la economía venezolana, el logro de las condiciones para administrar un régimen cambiario de flotación, acompañado con una política monetaria del tipo “*inflation targeting*”, supone grandes avances en materia de estabilización macroeconómica y de reformas estructurales profundas en el sistema institucional, especialmente en lo atinente al desarrollo y calidad del sistema financiero. En los siguientes capítulos se tratarán con más detalles estos aspectos.

2.7 Cambios en el mercado petrolero y el régimen cambiario

Hay consenso entre la mayoría de los analistas en cuanto a considerar que la caída de los precios petroleros que se inició a mediados de 2014 no es un fenómeno transitorio, sino que responde a cambios estructurales en los fundamentos de largo plazo del mercado entre los cuales hay que destacar:

- Una desaceleración en la tasa de crecimiento a largo plazo de la economía mundial que afectaría no sólo a las economías desarrolladas sino también a las economías emergentes y, especialmente, a grandes consumidores de petróleo como China y la India.
- Un incremento global en la eficiencia energética producto de los profundos cambios tecnológicos que están afectando a grandes sectores de la economía y, en especial, al sector transporte en todas sus manifestaciones.
- El desarrollo de nuevos procesos tecnológicos en el sector petrolero, como es el caso del *shale oil* y la producción de gas no asociado.

- La creciente competitividad de las energías generadas por fuentes renovables, como es el caso de la energía eólica, solar y biomasa.
- La implementación de políticas de sostenibilidad ambiental a nivel global que imponen fuertes restricciones a la utilización de energías de origen fósil.
- La reincorporación al mercado de países que por un largo período han reducido su presencia como grandes productores: Irán, Irak, Nigeria, Libia y, posiblemente, la misma Venezuela.

Estos cambios, se asume, tendrán un gran impacto negativo sobre el desempeño de las economías petroleras. Esto es especialmente importante en el caso venezolano dado que las condiciones iniciales, en esta nueva fase, son particularmente desventajosas: fuerte caída en la capacidad de producción, reducido acceso al mercado de capitales, inestabilidad política y un marco institucional poco atractivo para la inversión extranjera⁴².

En este contexto de largo plazo, en muchos países exportadores de hidrocarburos se están discutiendo los cambios de política económica que deberían producirse con el objeto de absorber estos choques negativos tan trascendentes. En particular, los objetivos estratégicos apuntan a alcanzar lo más rápidamente posible la diversificación económica, dada la necesidad de: sustituir al petróleo como principal fuente de recursos, ampliar la base de ingresos impositivos y generar empleos de forma sostenida (Diop, Marotta, y Melo, 2012; International Monetary Fund, 2016).

La lista de reformas estructurales que son requeridas para inducir un desarrollo económico cada vez más diversificado es larga. Entre los aspectos más resaltantes se tiene:

⁴² En un trabajo reciente se estima que en el caso de Venezuela, bajo las condiciones actuales y esperadas a largo plazo, el 95% de las reservas de crudo pesado y el 99% de los recursos petroleros potenciales, que son recuperables con la actual y futura tecnología que se estima hoy desarrollar, no podrían ser explotados si los determinantes del consumo y la producción mundial evolucionan como se prevé en la actualidad (McGlade y Ekins, 2015).

- La reducción del tamaño del gobierno.
- La remoción de los obstáculos que impiden el crecimiento de la economía de mercado, comenzando por la flexibilización del mercado de trabajo.
- La instauración de un marco legal y regulatorio apropiado, fortaleciendo y garantizando los derechos de propiedad.
- La institucionalización de la cooperación público-privada y el fomento de la inversión doméstica y extranjera, especialmente en las áreas de: infraestructura, energía, educación, salud, transporte y logística.

El avance en estas reformas supone, como es obvio, profundos cambios en las políticas económicas: fiscal, monetaria, cambiaria y distributiva. En cuanto a la política cambiaria, que es lo que aquí más nos interesa, está claro que se requiere transitar hacia un régimen cambiario más flexible, que evite la sobrevaluación permanente del tipo de cambio real y permita mayores grados de libertad a la política monetaria para perseguir objetivos antiinflacionarios y de estabilización frente a las oscilaciones cíclicas y los choques externos aleatorios.

Cómo ya antes hemos comentado, y desarrollaremos en el siguiente capítulo, esto se puede lograr de manera gradual mediante políticas de flexibilidad progresiva, aunque no necesariamente se tenga o se pueda llegar a una libre flotación, dadas las restricciones institucionales propias de estas economías pequeñas y abiertas.

2.8 El tipo de cambio competitivo en una economía petrolera

Una parte significativa de la literatura sobre la política cambiaria en las economías petroleras está relacionada al tema de la “enfermedad holandesa”⁴³

⁴³ Como es bien conocido la “enfermedad holandesa” consiste en la tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio que tiende a generarse en los países exportadores de materias primas, y especialmente en las economías petroleras, fenómeno que acompaña a los choques positivos en los términos de intercambio. La apreciación del tipo de cambio, y el incremento de los ingresos de origen externo, afecta la estructura de precios relativos en contra de los sectores productores de bienes transables no petroleros provocando desindustrialización

y la tesis de “la maldición de los recursos”. En principio, una manera de lidiar con estos problemas es formular una política cambiaria que permita sostener un tipo de cambio subvaluado, también denominado “tipo de cambio competitivo”.

En esencia se plantea que las autoridades cambiarias busquen como objetivo deliberado una tasa de cambio que pueda garantizar el desarrollo a largo plazo de la producción de bienes transables distintos al petróleo. La protección de la rentabilidad de estos sectores, especialmente el manufacturero, se considera un factor clave para el desarrollo económico dado el alto potencial que se supone que estos tienen para inducir el cambio tecnológico, elevar la productividad general y aprovechar los rendimientos crecientes en el uso de los factores productivos disponibles.

De esta manera, la subvaluación del tipo de cambio pasa a jugar un rol estelar como objetivo intermedio de política económica. En apoyo a esta tesis, se suelen citar como ejemplos de políticas cambiarias exitosas: la experiencia de los países del sudeste asiático y los casos de Chile, Uganda, Mauricio y China en los últimos 30 años (Gala y Libanio, 2010).

Desde esta óptica, los canales a través de los cuales el tipo de cambio afecta el crecimiento económico están asociados a los efectos de la tasa cambiaria sobre los salarios y los beneficios reales y, por esta vía, sobre la acumulación de capital (Bhaduri y Marglin, 1990).

En segundo término, se plantea la tesis de que el fomento del sector industrial y las exportaciones son el principal motor del desarrollo económico, en los términos expuestos en el clásico trabajo de Dixon y Thirlwall (1975). La idea central detrás de este planteamiento es que la expansión de los sectores productores de transables no tradicionales conduce a la transferencia de los factores desde los sectores de baja productividad hacia las actividades de alta eficiencia. La mayor productividad es consecuencia del aprovechamiento de las

y aumentando la vulnerabilidad de la economía a la volatilidad de los mercados internacionales de las materias primas.

economías de escala, el desarrollo tecnológico “inducido”, el proceso de aprendizaje generalizado (*learning by doing*) y otras economías externas asociadas al desarrollo de la producción de este tipo de bienes y servicios. Si, además, se parte de una situación de desequilibrio en el mercado de trabajo, el crecimiento de la producción de transables no tiene por qué afectar a la producción petrolera y a los sectores productores de no transables.

La subvaluación del tipo de cambio garantiza salarios bajos y beneficios altos que permiten el incremento del ingreso nacional, las exportaciones y las inversiones dependiendo, desde luego, de si estas variables son lo suficientemente elásticas a las variaciones del tipo de cambio real.

El subsidio cambiario, que implica subvaluar el tipo de cambio real en las fases iniciales de un programa de ajuste, se requeriría para compensar las fallas de mercado, los problemas de coordinación, las deficiencias en las infraestructuras básicas y en el sistema institucional. En la medida que el desarrollo y las reformas estructurales se implementen y se consolida la diversificación económica, estos factores, que afectan negativamente a la productividad y el rendimiento de la inversión en los sectores dinámicos, deberían ir perdiendo peso.

Desde luego, una política de este tipo tiene importantes efectos distributivos, que dependen a su vez de la evolución de la productividad y el grado de rigidez de los salarios y los precios nominales. Sin embargo, la caída en los salarios reales, producto de la subvaluación cambiaria, debería ser un efecto transitorio. A largo plazo, cuando se supone que la productividad se incrementa en los sectores productores de transables, el tipo de cambio real debería tender a apreciarse por “buenas razones” (efecto Balassa-Samuelson⁴⁴), lo cual permitirá recuperar de nuevo los salarios reales. De esta manera, el costo distributivo del subsidio cambiario se compensaría con las ganancias de

⁴⁴El efecto Balassa-Samuelson establece que aumentos en la productividad de los sectores transables deberían llevar a un incremento relativo del nivel de precios de los no transables y, por tanto, a una apreciación real de la tasa de cambio.

productividad a largo plazo, que permiten ganar competitividad en forma permanente y mejorar el ingreso.

2.9 ¿El tipo de cambio respecto al dólar o a una cesta de monedas?

Como es bien conocido fijar el tipo de cambio respecto al dólar conlleva numerosos problemas para una economía petrolera como la venezolana. En primer lugar, fijarse al dólar no ayuda a reducir la volatilidad de los ingresos petroleros, problema principal que afecta la estabilidad macroeconómica. En segundo término, y como ya hemos insistido, mientras se mantenga fijo el tipo de cambio nominal se está importando la política monetaria norteamericana que responde más al ciclo de un país importador que exportador de petróleo, factor negativo que compensa con creces las supuestas ventajas de importar un sistema institucional bien desarrollado para conducir la política monetaria⁴⁵.

Ya hemos referido que si el tipo de cambio nominal es fijo el ajuste en el tipo de cambio real, ante un choque petrolero, debe producirse por la evolución de los precios internos: inflación cuando el precio petrolero sube y desinflación, e incluso deflación, cuando el precio petrolero baja. Adicionalmente, hay que tomar en cuenta el movimiento del dólar con respecto a las demás monedas; sí, por ejemplo, los precios petroleros aumentan y simultáneamente el dólar se deprecia con respecto al resto de las monedas, como suele suceder, la inflación requerida para ajustar el tipo de cambio real en Venezuela debería, entonces, ser aún mayor.

En el caso de un *Soft Peg* con tendencia a la sobrevaluación⁴⁶, como ha sido el caso en numerosas oportunidades en Venezuela, una fuerte y prolongada caída

⁴⁵ Los dilemas actuales que enfrenta la economía ecuatoriana son un buen ejemplo para ilustrar este punto.

⁴⁶ En un trabajo del Fondo Monetario Internacional se ha determinado que un 100% de incremento el precio real del petróleo, en promedio, se genera una apreciación de 50% en los tipos de cambio de los países petroleros, incluyendo a Venezuela (Ricci, Milesi-Ferretti, y Lee, 2008).

de los precios petroleros provoca fuertes devaluaciones en vez de una lenta desinflación, complicando el proceso de ajuste hasta convertirse, por lo general, en una crisis cambiaria y monetaria.

Frente a estos escenarios, se podría pensar que Venezuela estaría mejor con un régimen cambiario que asegurase que el bolívar se deprecie cuando el precio del petróleo cae y se aprecie cuando los precios petroleros aumenten⁴⁷. Si el tipo de cambio es fijo respecto al dólar, ya sabemos, el gobierno captura todo el incremento de los ingresos en el caso de un choque positivo en los precios petroleros. Si por el contrario el valor del bolívar aumentase con el precio petrolero (apreciación nominal), el valor en bolívares de los ingresos del gobierno caería mientras el poder de compra externo de los salarios y otros ingresos del sector privado se incrementarían. De más está enfatizar que este efecto distributivo tiene una importancia de primer orden⁴⁸.

⁴⁷ Lo contrario a lo que sucede típicamente en Venezuela, dada la prevalencia de un régimen de cambio que pretende mantener fijo el tipo de cambio nominal respecto al dólar.

⁴⁸ Con el objeto de minimizar los efectos de la variabilidad de los precios internacionales de los hidrocarburos sobre volatilidad macroeconómica, en economías aún no preparadas institucionalmente para instaurar un régimen de flotación, como es el caso de Venezuela, se han desarrollado propuestas de regímenes cambiarios alternativos que permitan superar los problemas de la fijación cambiaria. En este sentido se ha sugerido instaurar un sistema cambiario en el que el tipo de cambio se fija con respecto al precio de exportación del petróleo expresado en divisas, manteniendo constante el precio petrolero en bolívares. Esta propuesta de política cambiaria es también conocida por sus siglas en inglés: *PEP* (*Peg to the Export Price*). Jeffrey Frankel ha sido uno de los más entusiastas proponentes (Frankel, J., 2003; Frankel, 2010). Setser (2007) y Shamloo (2005) han desarrollado propuestas alternativas basadas en el planteamiento de Frankel. Una propuesta específica con esta orientación para el caso de Venezuela se puede consultar en Schliesser (2003). Flores y Guerrero (2014) estimaron para el caso de Venezuela las consecuencias de adoptar diferentes versiones de una regla cambiaria tipo *PEP*. El objetivo de su trabajo fue evaluar, para el periodo 2003-2013, bajo qué régimen se lograba minimizar la volatilidad de los ingresos fiscales de origen petrolero y la volatilidad del tipo de cambio nominal, comparando tres reglas alternativas con la evolución *de facto* del tipo de cambio oficial. Los resultados reportados dan cuenta de la superioridad, por mucho, de un *PEP* puro (fijación del tipo de cambio nominal respecto al precio petrolero de exportación) si el objetivo de la política cambiaria hubiese sido minimizar la volatilidad de los ingresos fiscales petroleros, aunque tal opción supone una elevada volatilidad del tipo de cambio nominal. Un *PEP* referido a una cesta de monedas que incluya al precio petrolero muestra una volatilidad mayor en los ingresos fiscales que con un *PEP* puro, pero que sigue siendo mucho menor a la que efectivamente se produjo con el régimen cambiario de facto; en contraste la volatilidad del tipo de cambio nominal fue bastante menor que en el caso del *PEP* puro y con respecto al tipo de cambio oficial. Pero un *PEP* también lleva aparejada algunas desventajas. La primera de ellas tiene que ver con la alta variabilidad del tipo de cambio

Con el objeto de reducir la volatilidad del tipo de cambio nominal, asociada con la flexibilización, se ha planteado la idea de relacionar la moneda local a una cesta que incluya otras monedas duras diferentes al dólar y el precio del petróleo en el mercado internacional (Shamloo, 2005). Un régimen de este tipo seguiría permitiendo una flexibilidad del tipo de cambio acorde con el movimiento de los precios petroleros, pero de una manera bastante menos volátil y sin necesidad de que el país administre una política monetaria compleja para la que no está preparado en lo inmediato.

En conclusión, aunque el objetivo a largo plazo fuese alcanzar una flotación administrada, una regla de determinación de la tasa cambiaria que implique una flexibilidad creciente, aunque limitada, puede servir en la transición. En la medida que se avance en la estabilización y las reformas estructurales, incluyendo la infraestructura institucional, se podría ir diseñando y aplicando progresivamente una flotación administrada que haga posible sustituir eficientemente al tipo de cambio como ancla nominal con una política que persiga objetivos en términos de agregados monetarios o en términos de tasas de inflación, tal y como se examinará en los próximos capítulos. Finalmente, la flexibilidad cambiaria reduciría la necesidad de que los precios internos se muevan a la par de los precios petroleros y se crearían las condiciones para que la política monetaria responda más adecuadamente a las condiciones internas.

2.10 Desarrollo de las instituciones y la política cambiaria

Varios estudios empíricos han constatado que sólidas instituciones aíslan el tipo de cambio real de la volatilidad de los precios petroleros, al permitir

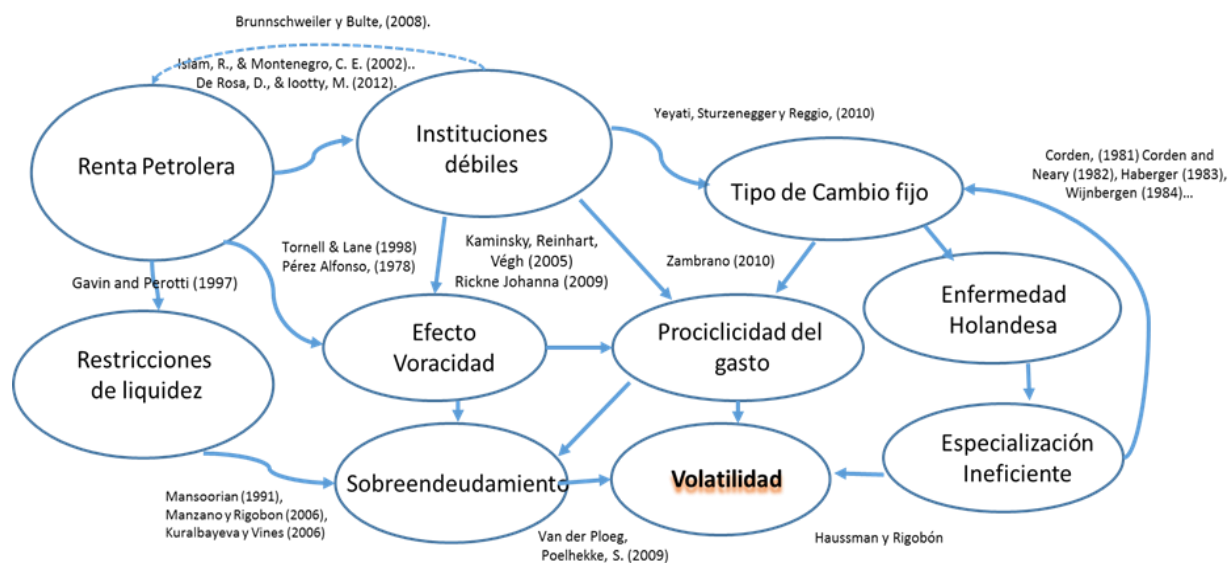
nominal y sus posibles efectos sobre los sectores exportadores no petroleros y sobre quienes producen sustitutos a las importaciones. En el caso de un choque positivo en los precios petroleros, que apreciaría al bolívar, naturalmente se afectarían negativamente los intereses de los agentes vinculados a estos sectores, ya que perderían competitividad. Por otra parte, es evidente que establecer como fijo el precio del petróleo en moneda doméstica del petróleo debería conducir, en el largo plazo, a una expansión gradual del sector petrolero, lo cual no parece una buena política en un país que quiere diversificar su economía. Otro aspecto que debe considerarse, con respecto a un régimen cambiario tipo *PEP*, es el que tiene que ver con la volatilidad que pasaría a tener el tipo de cambio nominal, si este debe ajustarse a las frecuentes modificaciones de los precios internacionales del petróleo.

suavizar la evolución del gasto interno con relación al ciclo de los precios. Debe recordarse que el gasto público afecta al tipo de cambio real vía su sesgo hacia los bienes no transables y la tendencia a alcanzar niveles excesivos, tanto en los booms como en las crisis en los términos de intercambio. Estos efectos se potencian en el contexto de un marco institucional débil (Auty, 2001).

Por otra parte, se suele argumentar que los países sujetos a presiones expansivas o “voracidad fiscal” pueden adoptar regímenes de tipo de cambio fijo a fin de mitigar estas presiones (Levy-Yeyati, Sturzenegger y Reggio, 2010). Aunque este argumento suena razonable, la experiencia venezolana muestra la gran incapacidad de un tipo de cambio oficialmente fijo para lograr algún tipo de presión sobre el gobierno a fin de mantener el equilibrio presupuestario. Cuando no se ha recurrido directamente al financiamiento monetario éste se ha producido *expost* por la vía de los hechos y de forma indirecta. Es decir, sobre-endeudando la economía, agotando las reservas internacionales y finalmente, generando una situación tal de insostenibilidad que obliga a devaluaciones sucesivas. Este ajuste forzoso de la paridad cambiaria termina por validar el financiamiento monetario gracias a que el sector público es un exportador neto de divisas. Es claro que el anuncio de un tipo de cambio nominal fijo no logra credibilidad de forma independiente al nivel de reservas internacionales o la evaluación del resto de los fundamentos económicos e institucionales.

En el Gráfico N° 2.3 se muestra esquemáticamente como inciden diferentes factores sobre la volatilidad macroeconómica, destacándose el rol que tienen las instituciones débiles en ese proceso. La incidencia de la calidad de la burocracia y del sistema como factores determinantes que reducen el comovimiento entre el tipo de cambio real y los precios petroleros ha sido objeto de creciente interés en la literatura referida al desempeño macroeconómico en las economías exportadoras de materias primas, especialmente las petroleras (Sérven y Solimano, 1993; Rickne, 2009).

Gráfico N° 2.3



Por otra parte, hay evidencia de que la capacidad de las instituciones y la calidad de la burocracia son factores que condicionan la viabilidad de gestionar un régimen de tipo de cambio flexible, especialmente si este debe ir acompañado por una política monetaria que persiga objetivos monetarios o de tasas de inflación. La ausencia de esta capacidad institucional es un factor adicional que impone la necesidad de plantearse un proceso de transición, si el objetivo en el largo plazo es implementar un régimen cambiario que implique una elevada flexibilización cambiaria, como puede ser el caso de una flotación administrada.

3 ¿Es deseable y factible un régimen de mayor flexibilidad para Venezuela?

Si bien la preferencia por los regímenes extremos pudiera estar disminuyendo, al punto de dar mayor espacio a regímenes intermedios con altos grados de flexibilidad, y si bien la economía venezolana reclama la búsqueda de un arreglo cambiario diferente al *soft-peg*, la transición rápida hacia un régimen de mayor flexibilidad no es trivial.

En principio, la economía venezolana no tiene las condiciones para ir a una flotación pura, y tampoco es evidente que un régimen extremo de tal naturaleza le sea ventajoso. Ello, a pesar de que, en una economía especialmente vulnerable a choques externos, y que con frecuencia requiere de cambios en los precios relativos, la flexibilidad cambiaria puede ser conveniente para evitar los costosos efectos del desalineamiento del tipo de cambio real. De esta forma, un régimen de mucha mayor flexibilidad es deseable pero, para que opere sin dificultades y exhiba beneficios, debe estar alineado a ciertos objetivos de política y requiere de un conjunto de condiciones que sólo se pueden construir paulatinamente.

3.1 Adiós a la fijación y cuidado con la flotación pura

Durante los años 1990s y comienzos del 2000, las opiniones de los economistas sobre los regímenes cambiarios evolucionaron significativamente. Los regímenes fijos-pero-ajustables (*soft-peg*) perdieron adeptos, mientras que los regímenes fijos y las flotaciones puras ganaron en renombre y preferencia. La discusión sobre los méritos relativos de estos dos sistemas de tipos de cambio polares llegó incluso a conocerse como el debate de los "dos extremos" (Fischer, 2001). Sin embargo, la evolución ha sido otra en los años más recientes cuando, un número creciente de países se han orientado por regímenes más flexibles, una buena parte de los cuales lo han hecho bajo la presión de los desequilibrios y las fuerzas del mercado. El caso en América Latina el movimiento parece bastante claro y ese es un aspecto que Venezuela

no puede ignorar por su cercanía comercial con la mayoría de los países de la región.

Además, es probable que esta tendencia a la flexibilidad del tipo de cambio continúe, dado que los regímenes de tipos de cambio rígidos parecen ser más propensos a las crisis, especialmente en los casos donde no se aplican políticas macroeconómicas sólidas o consistentes.

Otros aumentarán la flexibilidad del tipo de cambio para minimizar los riesgos asociados con la integración económica y financiera con el resto del mundo. Por ejemplo, la expansión de los vínculos comerciales requiere una mayor flexibilidad cambiaria en respuesta a la demanda y los términos de intercambio. Al respecto, Duttagupta y Otker-Robe (2003) analizan los factores que subyacen en el abandono de los *pegs* y encuentran que justamente la apertura comercial incrementa la probabilidad de salir de la fijación.

Más recientemente, la recuperación de los flujos de capital hacia los países emergentes ha ejercido una fuerte presión sobre los tipos de cambio, así como en la conducción de la política monetaria de aquellos países que han optado por la fijación. La evidencia también sugiere que los países que se inclinan por liberalizar las corrientes de capital adoptan regímenes de tipos de cambio más flexibles o en su defecto, una menor probabilidad de mantener una fijación rígida (Eichengreen, 1999). En general se argumenta que en la medida que las economías maduran, los países se benefician más de la flexibilidad (Rogoff, Aasim, Ashoka, Brooks, y Oomes, 2003).

Habiendo descartado la conveniencia de que una economía como la venezolana pueda encaminar su menú de políticas en consistencia y sintonía con un régimen de tipo de cambio fijo, o incluso un *soft-peg*, la alternativa apuntaría hacia un régimen de mayor flexibilidad. Pero ahí, desde luego, las opciones son diversas y están condicionadas no sólo al tamaño, grado de apertura, grado de movilidad de capital, especialización, estructura, flexibilidad de costos y

precios, y desarrollo institucional de la economía, sino al objetivo que se asigne a la política cambiaria en un contexto determinado.

Es necesario advertir, sin embargo, que la opción extrema de optar por un tipo de cambio flotante tropieza con innumerables dificultades, especialmente si consideramos el caso venezolano. Un principio cardinal en un régimen de flotación pura supone que, siendo perfectamente competitivos, los mercados son exitosos asignando los recursos eficientemente. Sin embargo, en el contexto venezolano el mercado cambiario dista significativamente de ser uno perfectamente competitivo. Por el lado de la oferta de divisas, prevalece la presencia de PDVSA y de otras operadoras multinacionales del sector petrolero. Estos agentes al generar hoy día más del 90 por ciento de las divisas que se transan en el mercado podrían ejercer un poder dominante con la potencialidad de imprimirle una altísima volatilidad a la tasa de cambio.

En un régimen de contratos explícitos como el que existió en Venezuela entre el Banco Central de Venezuela y las operadoras petroleras antes de la reforma de la Ley del Banco Central del año 2005, se impedía que PDVSA y las empresas petroleras estuvieran presentes en forma directa en el mercado, pues por ley se veían en la obligación de vender la mayor parte de sus ingresos en divisas a la autoridad monetaria. En ese caso particular, aunque común en las economías petroleras, es el Banco Central quien se presenta como un gran agente de control por el lado de la oferta de divisas, lo que igualmente desdibuja una característica esencial de un régimen de flotación pura, aunque reduce la probabilidad de un tipo de cambio en extremo volátil. En síntesis, bien podría decirse que la estructura económica y comercial de Venezuela (dependencia de unas pocas operadoras petroleras para generar divisas) determina una estructura del mercado cambiario poco competitiva para recoger los beneficios asignativos de una flotación.

Si el mercado de flotación pura está expuesto a una enorme volatilidad, la percepción que se forma sobre el curso futuro de la tasa de cambio puede crear significativas dificultades para la planificación de los negocios y para el proceso

de formación de precios internos de la economía. Aunque en ciertas circunstancias, es posible asegurar o hacer cobertura contra estas incertidumbres cambiarias usando instrumentos derivados (*forwards*, futuros y opciones), estos mercados no están plenamente desarrollados en Venezuela e involucran costos y tiempo para su construcción.

Un régimen de flotación pura no necesariamente evita, como a veces erróneamente se piensa, las desalineaciones del tipo de cambio con respecto a los fundamentos. Por eso, si se desarrolla una tendencia a la apreciación nominal, cualquiera sea su causa, en presencia de rigideces internas de precios, se generará por algún tiempo, y hasta que los precios se ajusten a la nueva realidad, una sobrevaluación de la tasa de cambio con consecuencias reales para la economía. Si la economía está altamente endeudada, ya sea en su sector público o privado, la flotación no impedirá que ante un choque externo adverso el ajuste en la tasa de cambio genere un efecto de “hoja de balance” que pueda llevar a estos sectores institucionales a la insolvencia.

Por otra parte, algunas teorías sugieren que la libertad que otorga la flotación para conducir con independencia la política monetaria podría abrir peligrosamente las puertas para el financiamiento de gestiones fiscales deficitarias si esa opción no es cerrada de una forma conveniente y creíble. La desconfianza y la baja credibilidad en el régimen fiscal/monetario podría incluso propiciar una fuga de capitales con impactos decisivos en el sector financiero. Venezuela no escapa a ninguna de estas realidades. Nos referimos a la presencia endémica de precios inflexibles (Fernández, 2009), en una economía cuyo sector público está altamente endeudado, que practica abiertamente el financiamiento monetario de las empresas públicas no financieras, y en un contexto de vulnerabilidad a las salidas de capitales.

Adicionalmente, también conviene apuntar que, sin estabilidad en los precios, y sin un arreglo fiscal y monetario acorde, la tasa de cambio en un contexto de flotación pura puede seguir una trayectoria inestable, retroalimentando la inflación y la crisis.

En consecuencia, las virtudes de un régimen de flotación pura se ven desvanecidas al considerar adecuadamente la realidad económica e institucional que caracteriza a Venezuela.

3.2 ¿En qué espacio se mueve un régimen de mayor flexibilidad para Venezuela?

Aun cuando la flotación pura pueda ser un ideal no trasladable a Venezuela, un régimen de mayor flexibilidad puede ser conveniente por un buen número de razones.

En primer lugar, la economía venezolana no puede eludir el hecho de ser una economía abierta que se mueve en un contexto global y que está sujeta y es vulnerable a choques externos y a crisis cambiarias, y son justamente las crisis cambiarias las que han llevado a los países de la región moverse hacia regímenes más flexibles. No menos importante resulta saber que numerosos países petroleros están evaluando muy seriamente la salida de los regímenes de fijos por el problema que acarrea la concentración de los ingresos externos y fiscales (y del nivel de actividad económica) en un solo producto de exportación cuyo precio no sólo es altamente volátil, sino además cuya demanda ha entrado en una fase donde comienza a ser amenazada por el desarrollo de las nuevas fuentes de energía.

En adición a estas razones, optar por una mayor flexibilidad depende, en definitiva, de los objetivos que se le asignen a la política cambiaria y del conjunto (*set*) de condicionantes económicos e institucionales prevalecientes. Por ejemplo, si el objetivo es ayudar a promover la estabilidad en los precios, un régimen de mayor flexibilidad pudiera no ser la mejor opción durante la fase de estabilización, especialmente si a política monetaria no puede ser ordenada rápidamente y usada como ancla, si los hacedores de política desean luchar contra la inercia inflacionaria y si disponen de los recursos financieros para soportar la paridad.

Pero, aún en el caso que se privilegie el uso del tipo de cambio como ancla nominal, en la medida que la inflación deja de ser un problema y que ha

podido ser contenida, los objetivos asignados al régimen cambiario se modifican y el espacio para optar por un régimen de mayor flexibilidad aumenta. De hecho, consolidada la estabilización de los precios los objetivos se amplían y atenuar la volatilidad del producto y del empleo, diversificar la economía, o incluso ofrecer más libertad a la política monetaria se presentan como opciones válidas y consistentes con un régimen de mayor flexibilidad. Eventualmente, la adaptación a los movimientos de capital y la posibilidad de evitar ataques especulativos (*one-way bet*) también puede ser un objetivo de política sobre el cual se alinea una mayor flexibilidad del tipo de cambio. Quizás también vale la pena apuntar que en no pocas circunstancias evitar la desalineación del tipo de cambio de su nivel de equilibrio real, o incluso la búsqueda de un tipo de cambio real competitivo, han sido objetivos sobre los cuales se perfila un régimen cambiario flexible. Cada uno de estos objetivos pudiera reclamar cierto grado de legitimidad a la hora de ser contrastados con las necesidades de la economía venezolana.

En nuestro caso el manejo del tipo cambio requiere establecer entonces prioridades en los objetivos de la política económica. En este sentido ¿Cuál es o cuáles son las prioridades? ¿Bajar la inflación y estabilizar los precios? ¿Reducir la volatilidad del producto? ¿Reducir la vulnerabilidad a los choques internos o externos? ¿Evitar las desalineaciones entre el tipo de cambio real (TCR) efectivo y el tipo de cambio real de equilibrio (TCRE)? ¿Promover la diversificación de la economía (y el crecimiento)? La respuesta que podamos ofrecer condiciona el grado de flexibilidad del régimen cambiario por el que se opta.

Parece claro que si el objetivo es estabilizar los precios el régimen apuntará hacia una menor flexibilidad. Si el objetivo es reducir la vulnerabilidad a los choques externos, evitar las desalienaciones en el TCR, reducir la volatilidad del sector real o promover el crecimiento y la diversificación, la exigencia de flexibilidad es mayor.

Aun suponiendo que los objetivos de la política económica permiten la alineación y el concurso de una mayor flexibilidad en el tipo de cambio, para que un régimen de mayor flexibilidad opere sin dificultades y de forma más o menos natural y exitosa se requieren mercados cambiarios más líquidos, competitivos y profundos. Se precisa además desarrollar capacidades para poner en práctica las políticas de intervención que son consistentes con el nuevo arreglo cambiario. Se necesita construir un mercado monetario líquido y profundo, donde pueda formarse una tasa de interés de mercado y en donde los canales de transmisión permitan un fluido accionar de la política monetaria. Se requiere construir la capacidad de los participantes del mercado para manejar el riesgo cambiario y de las autoridades para supervisar y regularlo, y hay que buscar fórmulas que permitan que la información llegue al mercado (flujos y saldos de balanza de pagos, movimientos cambiarios, etc.) con la finalidad de que los agentes se formen un criterio correcto de lo que acontece.

Este conjunto de condicionantes no está presente hoy día Venezuela, lo que en perspectiva parece indicar que antes de hacer una transición a la flexibilidad, aunque sea limitada, se precisa desarrollar mecanismos, prácticas y aprendizajes que le son propios a mercados cambiarios, monetarios y financieros desarrollados.

En efecto, la experiencia indica que aquellas economías donde estos mecanismos, prácticas y aprendizajes no estaban bien desarrollados y que pasaron abruptamente de un régimen de fijación a una flotación, lo hicieron empujadas por una crisis con un elevado riesgo de fracaso o reversión. En contraste, otro grupo de países ha podido hacer la transición de una fijación a un régimen de flotación (pura o administrada) más exitosamente de modo gradual y pasando por regímenes intermedios que permitieron en definitiva generar paulatinamente condiciones más idóneas para la flexibilidad.

3.3 ¿Por qué Venezuela no puede ir de inmediato a un régimen flexible?

Hemos señalado anteriormente que, si ciertas condiciones institucionales y en el operar de los mercados no se conjugan al momento de promover la transición a un régimen más flexible, los beneficios de la flexibilidad no pueden ser cosechados. Pero tan o más importante que estos factores institucionales y operativos resulta el desafío inevitable que en primera instancia deben encarar los hacedores de política.

Una economía como la venezolana sin estabilidad en los precios, sin un ancla nominal definida, y sin un arreglo fiscal y monetario acorde con la estabilidad, difícilmente puede entrar en un régimen donde la tasa de cambio muestre grados importantes de flexibilidad sin el riesgo de que la misma siga una trayectoria inestable. Así que, en las circunstancias que rodean a Venezuela, el régimen y la política cambiaria no pueden desligarse del proceso de estabilización global de la economía. La estabilización se ha convertido en un objetivo de primer orden y el proceso que conduce a un ambiente de estabilidad macroeconómica requiere de políticas macroeconómicas y de reformas institucionales donde el arreglo cambiario-monetario juega un papel clave.

Pero en la búsqueda de un ancla nominal la autoridad tropieza con un dilema. Desde el punto de vista teórico es claro que no es posible anclar simultáneamente los agregados monetarios y la tasa de cambio. Incluso en un régimen de dolarización o de caja de conversión, la cantidad de dinero no queda del todo anclada sino más bien gobernada por el emisor de otra moneda. Por otro lado, decantarse por un anclaje cambiario o por un anclaje monetario para contribuir a detener un proceso de inflacionario en marcha tiene ventajas y desventajas que deben ser cuidadosamente consideradas.

El dilema antes mencionado puede ser ilustrado apelando a las experiencias de desinflación vistas en Perú y Argentina a principios de los años 1990s. En situaciones de hiperinflación ambos países, Perú y Argentina, requirieron de la

institucionalización de un ancla nominal. En 1991, Argentina adoptó un ancla cambiaria (Junta de Convertibilidad Caja de Conversión) y en 1990 el Perú adoptó un ancla monetaria acompañada de un régimen de tipo de cambio flexible. El Gráfico N° 3.1 muestra como la inflación pudo converger más rápidamente a niveles de un dígito en Argentina que el caso de Perú. El nivel de un dígito fue incluso logrado en Argentina en apenas 25 meses, en tanto que en Perú la inflación alcanzó niveles de un dígito casi en el doble del tiempo (55 meses). Esta junto es, en general, la experiencia que se recoge en países que optan por combatir procesos de inflación alta, ya sea poniendo el acento en el anclaje usando la política monetaria o en su defecto la política cambiaria (Kiguel y Liviatan, 1991; y Calvo y Vegh, 1994). Sin embargo, y a pesar del rápido éxito a corto plazo, el anclaje en la tasa de cambio probó ser costoso para Argentina pues con el correr del tiempo, la sobrevaluación del tipo de cambio llevó al colapso del régimen cambiario⁴⁹.

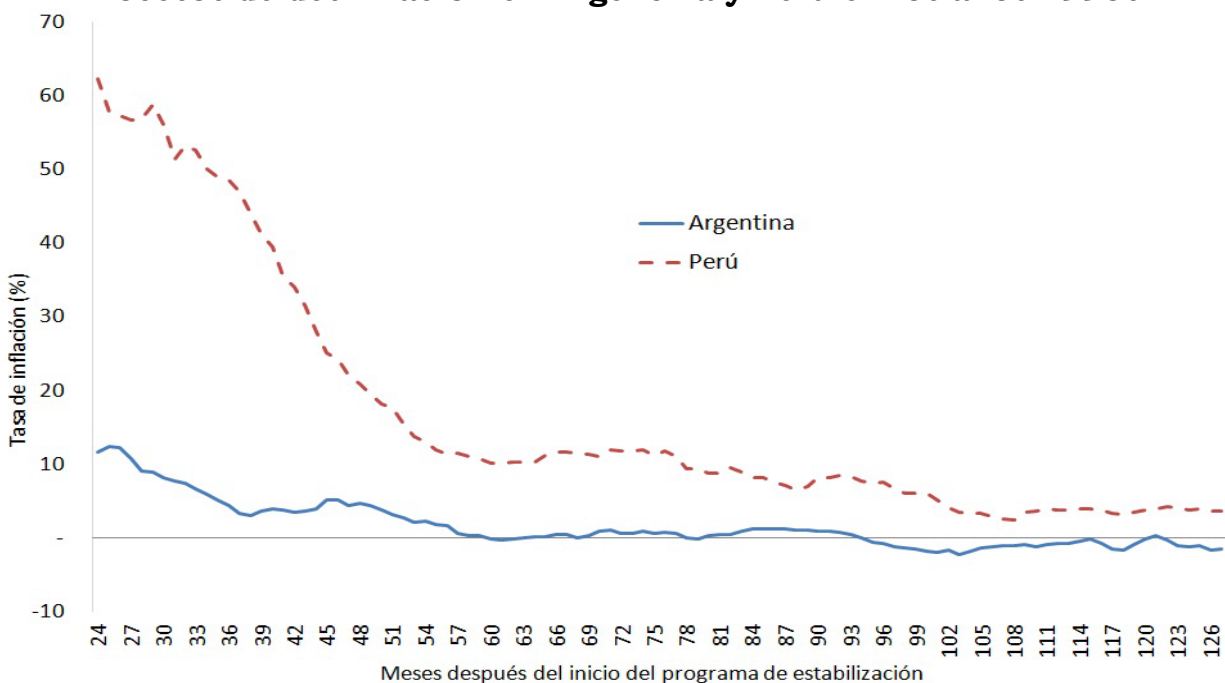
Si bien es cierto, la inflación en Perú demoró mucho más en converger a niveles por debajo de dos dígitos, el régimen monetario-cambiario a largo plazo no colapsó y la inflación se mantuvo contenida. Argentina en contraste tuvo un éxito a corto plazo mucho más importante usando el tipo de cambio como ancla, pero el error parece haber sido no advertir la necesidad de salir a tiempo del anclaje y transitar, una vez garantizada la estabilidad, hacia un régimen más flexible. De algún modo, el caso argentino es revelador de lo que Eichengreen (1999) ha denominado los problemas de salida (*exit problem*).

A pesar de las dificultades que un anclaje cambiario puede traer en el mediano y largo plazo, en un contexto de corto plazo donde la estabilización macroeconómica y la inflación pasan a ser prioridades, es indiscutible su superioridad en dos aspectos con respecto al anclaje monetario. En primer

⁴⁹ El 23 de diciembre de 2001, en medio de una convulsión política y luego de la renuncia del entonces presidente Fernando de la Rúa, su reemplazante interino, Adolfo Rodríguez Saá, anunció una cesación de pagos. Días más tarde, el 6 de enero de 2002, con otro presidente en el poder, Eduardo Duhalde, se derogaron los aspectos más importantes de la Ley de Convertibilidad.

lugar, en economías emergentes y en desarrollo con un alto grado de apertura y un elevado *pass-through*, el anclaje cambiario, tal como ya se señaló, suele tener efectos más rápidos para coadyuvar a la baja en la inflación. En segundo lugar, desde el punto de vista del diseño y la incidencia sobre los canales de transmisión, el anclaje cambiario está sujeto a menos complicaciones que el anclaje de los agregados monetarios.

Gráfico N° 3.1
Procesos de desinflación en Argentina y Perú en los años 1990s



Es necesario colocar estas observaciones en el contexto venezolano, caracterizado por un proceso hiperinflacionario, el Banco Central muestra una reducida capacidad para ejercer una incidencia decisiva en la política monetaria y el control de los agregados y donde hay dificultades para avanzar rápidamente en reformas que restablezcan el funcionamiento del sistema de precios. Todo ello sugiere que algún acento debe ponerse sobre el tipo de cambio como ancla nominal, pero, desde luego, en el marco de un plan completo de reformas.

Como quedará claro más adelante, una aproximación al tipo de cambio como ancla nominal debe hacerse luego de promover la eliminación del régimen de

múltiples tasas y establecer la unificación a una tasa lo suficientemente subvaluada (para abrir espacio a la inflación remanente y no sobrevaluar la moneda) y en el contexto de un plan de estabilización que cuente con el soporte financiero para la defensa de la paridad.

3.4 La flexibilidad se gana gradualmente

A medida que la estabilización se va consolidando, un régimen de mayor flexibilidad puede no sólo ser altamente conveniente para Venezuela, sino además viable. En otras palabras, si en una fase posterior a la estabilización el acento se pone en ayudar a sostener un régimen de metas de inflación o la diversificación de la economía y el crecimiento sostenido, la política cambiaria idónea no puede seguir siendo el anclaje del tipo de cambio nominal.

Pero hay que enfatizar sobre la necesidad de ir construyendo las condiciones propicias para la implementación de un régimen cada vez más flexible. Existen antecedentes interesantes de países con difíciles condiciones económicas iniciales e inflación alta que pudieron hacer exitosamente una transición gradual desde un ancla nominal en la tasa de cambio a un régimen de flotación pura o administrada. Casos conocidos como Polonia, Israel y Chile, calzan bien como ejemplos de economías que iniciaron el proceso de transición paulatina de sus regímenes cambiarios en medio de grandes dificultades macroeconómicas.

En el caso de Polonia en el año 1991 la estabilización de la tasa de cambio para combatir inflación con una fijación a una canasta de monedas constituyó un aspecto importante para salir de un delicado cuadro inflacionario. En 1995, las autoridades introdujeron una banda para permitir más flexibilidad y en 1998 la banda fue ampliada en un rango de +/- 10%. Ya hacia el año 2000, constituidas ciertas mínimas condiciones, Polonia optó por un régimen de flotación pura.

En el caso de Israel, en 1985 las autoridades decidieron decantarse por un manejo de la tasa de cambio como ancla de precios (pegada al dólar). El

régimen transitó 5 años más tarde a una banda sin crawl con fluctuación de apenas $\pm 3\%$. Un año más tarde, en 1991, la amplitud de la banda se aumentó a $\pm 5\%$. En el año 1995, la banda horizontal dio lugar a una banda con crawl con amplitud de $\pm 7\%$. Israel entró en el año 2001 a una flotación de facto y en 2005 decretó formalmente un régimen de flotación pura.

Chile optó por su parte, y no deliberadamente, por una larga transición con un anclaje cambiario en el año 1980 que en el año 1982 se convirtió en un régimen de deslizamiento (*crawling peg*). En el año 1985, las autoridades optaron por un régimen de bandas con deslizamiento (*crawling band*) siguiendo el criterio de la paridad del poder adquisitivo. Entre 1988 y 1997, la banda se fue ampliando ($\pm 3\%$, $\pm 5\%$, $\pm 10\%$, $\pm 12,5\%$) y en 1999 las autoridades le abrieron paso a un régimen de flotación con intervenciones esporádicas (ante eventos no esperados).

Otro caso interesante de movimiento gradual a un régimen de flexibilidad, muy reportado en la literatura sobre transiciones de regímenes cambiarios, es el de Singapur. Entre 1981 y 1985, las autoridades usaron una política cambiaria y monetaria basada en el manejo de la tasa de cambio como ancla de precios, sin embargo, durante un largo período, que va de 1985 a 1997, la autoridad monetaria comenzó a permitir la apreciación del tipo de cambio nominal (*crawl*) buscando evitar la desalineación del TCR con respecto al TCRE. La búsqueda de alineación se justificaba porque la autoridad monetaria encontraba indicios de que el TCRE se estaba apreciando. A partir de 1997, el régimen cambiario entra sin anuncio a una banda *de facto*. Con la entrada de 2000s, Singapur ha transitado a lo que en la literatura se ha denominado un régimen BBC (*Basket, Band y Crawl*), donde la banda se combina con deslizamientos en la paridad central y el tipo de cambio nominal se determina con respecto a una cesta de monedas.

3.5 ¿Que opción(es) podrían vislumbrarse para el caso venezolano?

Para recuperar la economía, así como reconstruir el régimen cambiario, no cabe duda de que Venezuela debe entrar en un proceso de estabilización y

reformas. Esto implica el diseño y la implementación de un conjunto de políticas macroeconómicas y de reformas estructurales tanto de rápido desenlace como de largo aliento.

Las políticas macroeconómicas y las reformas de rápido desenlace pueden ayudar a consolidar la estabilización (recuperación del producto, reconstrucción de un fondo de reservas y baja inflación), en tanto que las reformas de largo aliento se alinean más bien con objetivos vinculados a la diversificación de la economía y el crecimiento sostenido.

En un contexto donde las políticas y reformas se van consolidando, los condicionantes van cambiando, los desafíos económicos pasan a ser de un tenor distinto, y los objetivos de la política cambiaria, así como el régimen cambiario se hacen móviles.

La unificación cambiaria y la construcción de un mercado funcional, como se detallará en el capítulo siguiente, son componentes de las reformas de rápido desenlace, y forman parte del nuevo contexto a partir de cual se puede comenzar a establecer el nuevo régimen cambiario. Así, con el desarrollo de un conjunto de varias reformas de rápido desenlace y consolidada la unificación, los objetivos de política económica de primer orden, así como un conjunto específico de condicionantes, irán determinando hacia donde avanza el arreglo cambiario.

No cabe duda de que, para el caso venezolano, la estabilización se proyecta como el objetivo inicial de la política económica y del nuevo régimen cambiario. En consecuencia, es evidente que, en la etapa temprana de la unificación, el tipo de cambio juega un papel de ancla nominal y con un grado de flexibilidad probablemente mínimo. Pero en la medida que la estabilización se consolide, que los desafíos y objetivos de política económica cambien, que las reformas de largo aliento vayan modificando el contexto institucional y el grado de desarrollo de los mercados e instrumentos, la política cambiaria puede

moverse a mayores niveles de flexibilidad. Estos son los aspectos donde se concentrará la atención en los próximos capítulos.

4 Condiciones iniciales y la unificación del tipo de cambio

El Capítulo 1 destaca que, en el actual estado de distorsiones y desequilibrios, el régimen cambiario ha perdido toda funcionalidad. Por otra parte, también parece claro que Venezuela debe superar la propensión a adoptar regímenes de tipo de cambio fijo ajustable (*soft-peg*). Los hechos más bien muestran que lo que pudo haber funcionado en un pasado, ya no le sirve a la economía. Desde esta perspectiva, se impone entonces la necesidad de definir acciones de política que permitan ir abriendo el camino para la construcción de un nuevo régimen cambiario objetivo.

Frente al reto de definir el peso y la trayectoria de un conjunto de políticas y acciones que permitan ir construyendo un régimen cambiario objetivo, precisamos caracterizar las condiciones iniciales sobre las cuales se debe realizar la unificación cambiaria.

4.1 Las distorsiones del actual régimen cambiario y la unificación de la paridad

Aun en cuenta del conjunto de restricciones y dificultades iniciales que el contexto económico venezolano les impone a los hacedores de política, es tal el número y la magnitud de las distorsiones generadas por el actual régimen de política económica, incluyendo la cambiaria, que el desafío de la transición a un nuevo régimen cambiario objetivo es inevitable⁵⁰.

¿Pero cuáles son las distorsiones que condicionan la inevitable fase de unificación del tipo de cambio? En primer lugar, el actual régimen de tipo de cambios múltiples y ajustables con control administrado en la asignación de divisas se ha constituido en un mecanismo perverso para la asignación de recursos, con las ineficiencias típicas que pueden ocasionar las distorsiones de precios relativos y la distribución discrecional e ineficiente de las divisas. Las

⁵⁰ Como se verá más adelante, la tarea aunque compleja, puede ser abordada y llevada a feliz término siempre y cuando las acciones de política tomen en consideración los restricciones iniciales, los objetivos de gran alcance de la política económica, así como la necesidad de advertir que existen ciertos condicionantes para cada arreglo cambiario cuya construcción puede tomar un tiempo prolongando.

tasas de cambio oficiales, abiertamente sobrevaluadas, incentivan las importaciones de productos y servicios, en muchos casos de bienes y servicios producidos por empresas cuyos niveles de eficiencia distan de los niveles competitivos internacionales. La competitividad externa de los bienes y servicios producidos internamente se ve por lo demás artificialmente afectada, y la reasignación de recursos trabaja contra la producción, las exportaciones de las empresas domésticas y a favor de las actividades asociadas al comercio de importación. En este sentido, la unificación permitiría sincerar los precios relativos, pero tendría que enfrentar los costos del ajuste derivados del cambio en los precios relativos.

En segundo lugar, puesto que las divisas están racionadas, incluso y muy especialmente para las transacciones comerciales, la escasez de bienes y servicios no sólo afecta a los consumidores finales, sino también a los productores locales debido a la deficiencia de insumos, materias primas, partes y bienes de capital esenciales para la producción doméstica. Con esta distorsión, la unificación puede verse afectada en la medida en que el restablecimiento de los equilibrios en el mercado de bienes genere un impacto, aunque sea transitorio, sobre el nuevo tipo de cambio. La reposición de inventarios, la adecuación de los niveles de inversión y del consumo a la nueva realidad son algunos de los factores que también actuarán sobre la balanza comercial durante esta etapa.

El diferencial que se forma entre los tipos de cambio a los que se liquidan las divisas oficiales y el tipo de cambio en el mercado paralelo constituye una oportunidad aprovechada por agentes que, con privilegios o no, se inician en el desarrollo de actividades ilegales, de contrabando y *round-tripping* (compras baratas de divisas y ventas caras sin posibilidad de arbitraje). Esta distorsión condiciona el proceso de unificación en la medida en que los grupos de interés, que participan en estas actividades ilegales, actúen para frenar o revertir las reformas.

Dado que los agentes demandantes de divisas operan a diferentes tasas, graves problemas aparecen con el sistema de formación de precios, con los precios relativos y con la valoración de los activos y los pasivos en los balances empresariales. En unos casos, la incertidumbre sobre cuál puede ser la tasa de cambio relevante para computar precios y costos genera conductas defensivas. En otros casos, la valoración de activos y pasivos a diferentes tasas puede traer confusiones en torno al tamaño y salud económica de las empresas.

El diferencial cambiario entre las tasas oficiales también afecta las finanzas públicas y muy especialmente la situación financiera de PDVSA, que se ha visto obligada a vender divisas a una tasa preferencial, generándole una importante pérdida cambiaria y una brecha financiera en bolívares que finalmente se ha cubierto con financiamiento monetario del Banco Central. Estas distorsiones de hoja de balance deben ser sinceradas. Sin embargo, la unificación podría generar problemas de solvencia y liquidez a nivel de los hogares y/o empresas que se vean afectados por estos efectos riqueza.

No menos importantes resultan las distorsiones que pueden ocurrir cuando las asignaciones en los mercados oficiales disminuyen, o son interrumpidas, generando un desplazamiento de la demanda de divisas hacia el mercado paralelo. Los precios internos comienzan a marcarse a una tasa de cambio claramente subvaluada y posteriormente se ajustan a cotizaciones crecientes que suelen terminar exhibiendo una dinámica inestable. Aunque, en general, el marcaje de precios al tipo de cambio paralelo reduce los costos inflacionarios al momento de la unificación, algunos bienes, sobre todo aquellos productos prioritarios sujetos a control de precios, pudieran incrementar sus precios afectando así las canastas de consumo de grupos específicos de consumidores beneficiarios del subsidio cambiario previo.

El Cuadro N° 4.1 presenta en forma esquemática un resumen de las distorsiones que hemos mencionado y que han hecho del régimen cambiario un sistema disfuncional.

Cuadro N° 4.1
Distorsiones del Actual Arreglo Cambiario

Distorsiones
1. Una mala asignación de recursos y escasez
2. Problemas de información para el sistema de precios y para valoración de activos y pasivos
3. Actividades ilegales, especulativas, y “round-tripping”
4. Pérdidas cambiarias para PDVSA y el fisco
5. Ausencia de divisas para el sector productivo y problemas para la producción doméstica
6. Nutre un mercado paralelo creciente, dominante, y volátil
7. Propagación inflacionaria y una creciente dolarización

4.2 La fase de unificación cambiaria

Una salida ordenada del actual régimen cambiario requiere de un proceso inicial de ajuste que comience por devolver paulatinamente la funcionalidad del mercado cambiario y elimine al mismo tiempo las distorsiones. La unificación cambiaria constituye una primera fase que debe permitir acoplar y hacer consistente al régimen cambiario con el proceso de estabilización.

La unificación dista mucho de ser un proceso libre de riesgos. Su implementación requiere una concienzuda identificación de cuáles son las condiciones a partir de las cuales el ajuste pueda conducir, de forma más o menos natural, a un nuevo régimen cambiario sin que termine en un proceso inestable y de franca reversión a los controles.

A los efectos de ir avanzando en el proceso de unificación, cuatro aspectos de la crisis económica que atraviesa Venezuela son importantes de destacar, pues condicionan el campo de acción para los decisores. Entre los aspectos que hemos querido poner en relieve, dos de ellos: el severo “estrangulamiento” o restricción externa, y la ausencia de un “buffer” de reservas internacionales

que permita adjudicar grados de maniobra en el manejo del régimen cambiario, son los que mejor ilustran la configuración de la crisis cambiaria. Otros dos aspectos adicionales como son el proceso de aceleración inflacionaria (con rasgos cada vez más definidos de una hiperinflación), y el contexto de desconfianza creciente en el valor y uso de la moneda, merecen ser resaltados con el objeto de comprender cabalmente las restricciones y las opciones que en primera instancia casi que se imponen para salir de la crisis cambiaria.

Justamente, estas condiciones iniciales que hemos puesto en el tapete una vez más indican que ante la presencia de una aguda restricción externa, en medio de un proceso donde apenas se constituye un fondo líquido de reservas internacionales defensivas, con una tasa de inflación en franca aceleración, y sin haber estabilizado la demanda de dinero, la unificación plena y con libre convertibilidad en todas las transacciones, no es posible. Más bien siguiendo la revisión y las conclusiones de los casos de estudio magistralmente sintetizados por Kiguel y O'Connell (1994), el mejor arreglo inicial para el caso de Venezuela es una “unificación parcial”.

La unificación parcial supone la creación de un mercado de libre competencia para las transacciones comerciales, para el pago de deuda y quizás para la remisión de dividendos empresariales. No obstante, hasta tanto la economía no haya recobrado las condiciones de estabilidad y evidencie signos de recuperación en la demanda de dinero, límites deben prevalecer en el mercado oficial para los movimientos de capital, pues de lo contrario la estabilidad en el mercado cambiario y del sector financiero puede verse seriamente comprometidas. Desde luego, en la medida que se impongan restricciones a la demanda de divisas, es inevitable la existencia, cuando menos transitoria, de un mercado paralelo donde la divisa se cotiza a una tasa superior que en el mercado oficial. Pero como bien lo apunta Pinto (1998) en su revisión de otros procesos de unificación, el mercado paralelo puede ser perfectamente legal y con vasos comunicantes con el mercado oficial.

4.2.1 Los requerimientos iniciales básicos para la unificación cambiaria

En ninguna circunstancia la unificación procede en un vacío. En el caso venezolano para hacer viable la unificación es fundamental en esta fase lidiar con tres aspectos críticos. El primero de ellos referido a la constitución de un fondo mínimo de reservas internacionales líquidas. El segundo, sintetizado en una reforma rápida pero integral de la Ley que regula al Banco Central de Venezuela, con el objeto de devolverle la mayor autonomía posible y dotarlo de instrumentos de actuación para el manejo de la política cambiaria y monetaria. El tercer aspecto tiene que ver con los anuncios y el correcto manejo de las expectativas de cara a la siguiente etapa de la fase de estabilización.

La constitución de un fondo mínimo de reservas líquidas es importante, pues resulta materialmente imposible garantizar la estabilidad del proceso de unificación si los agentes perciben que el *market-maker* no tiene capacidad alguna para intervenir y darle cierta regularidad a la oferta de divisas. Varios mecanismos y acciones se requieren para constituir este fondo de reservas. En primer lugar, se precisa consolidar todos los activos líquidos disponibles de la República en el Banco Central de Venezuela, de modo que puedan formar parte de las reservas internacionales.

En segundo término, un nuevo contrato entre el BCV y PDVSA, que se consagre en una modificación de la Ley del Banco Central de Venezuela, debe contemplar, para los efectos de la acumulación de reservas, la venta obligatoria por parte de PDVSA al emisor de las divisas generadas por la comercialización y venta de crudo y derivados (a la tasa de cambio de mercado). El mecanismo le asignaría una nueva dinámica al flujo de dólares que recibe la economía, haciéndolas pasar por las reservas internacionales; con ello se ganaría transparencia a la situación actual donde PDVSA no reporta ni la entrada ni el destino de los dólares de origen petrolero. Eventualmente, y frente a las necesidades de divisas, PDVSA tendría que acudir al mercado cambiario oficial a demandar sus requerimientos, como cualquier otro agente institucional.

De igual manera, para cubrir con rapidez el acervo de reservas internacionales liquidas, un crédito puente (*bridge loan*) procedente de la comunidad internacional o incluso, ante un cambio de expectativas, créditos provenientes de los mercados voluntarios pueden ser de gran utilidad en la fase de arranque de la unificación, de modo que esos recursos generen un respaldo tal que permitan reorientar las expectativas y darle estabilidad al mercado⁵¹. Asimismo, acciones encaminadas a abrir espacios de recursos para la acumulación de reservas internacionales pueden emprenderse con el objeto de minimizar e incluso eliminar gastos no financieros en dólares por parte del Sector Público, muy especialmente aquellos ejecutados por los monopolios gubernamentales al comercio exterior en cabeza de agencias como Corpovex, Bariven, Vemxica, Suvinca, etc. En este mismo sentido la suspensión transitoria de las facilidades financieras por la venta de crudo y derivados a países de la región pueden ser de alguna ayuda.

Por último, la puesta en marcha de un proceso de reestructuración ordenada de las obligaciones externas del Sector Público, con todos los acreedores incluyendo a PDVSA, y la iniciación de negociaciones con el FMI de un programa de asistencia financiera que permita consolidar el esfuerzo de estabilización, son fundamentales pues permiten darle sustento al nuevo arreglo cambiario que comenzará a configurarse durante el proceso de unificación.

Un segundo aspecto crítico, que debe ser atendido justo antes de proceder a la unificación, es la revisión y/o reforma de la Ley que regula la actuación del Banco Central de Venezuela de manera que se garantice su independencia. Esto es algo que puede hacerse muy rápidamente con el concurso y el acuerdo de los poderes públicos. Promover una reforma integral de la Ley de Banco Central de Venezuela y/o definir los acuerdos políticos que dan sustento a la

⁵¹ Así los recursos provenientes del crédito puente no tienen porque necesariamente ser usados para atender las necesidades del mercado, sino más bien fungen como un fondo de respaldo de última instancia.

institucionalidad, permitiría dotar al ente emisor de la mayor autonomía posible y de instrumentos de actuación para el manejo de la política cambiaria y monetaria. Este aspecto es fundamental en el caso venezolano para hacer creíble a la política monetaria y cambiaria.⁵²

Siendo más específicos, y en línea con los requerimientos institucionales asociados al esquema de metas de inflación, la autonomía del Banco Central pudiera expresarse en la dotación de mecanismos financieros que le permitan al instituto disponer de su propio presupuesto⁵³. Los directores, de alta calificación, deberían ser nombrados preferentemente por la Asamblea Nacional, con garantías de mandato mínimo y de periodo mayor al de los funcionarios ejecutivos. La nueva Ley debería introducir cláusulas que limiten la concesión de créditos al Sector Público y la institución debería ser dotada con las capacidades para analizar, de forma independiente, los diversos fenómenos económicos que se presenten y de diseñar y aplicar la política a su cargo sin la interferencia de otros poderes.

El tercer aspecto vital que debe ser tomando en consideración en la fase de unificación tiene que ver con el manejo de las expectativas. Como bien señalan Agénor y Flood (1992), las expectativas sobre el curso subsiguiente de las reformas son fundamentales para el éxito o no de cualquier intento de unificación cambiaria. En este sentido, es de vital importancia el anuncio de un programa de estabilización macroeconómica que permita vislumbrar la alineación de la política fiscal y monetaria con la política cambiaria. Asimismo, se debe anunciar la manera como se pretende avanzar en la recuperación de la actividad económica, reducir la inflación, promover la entrada de capitales, y darles sostenibilidad a las cuentas externas. Se requiere, además, el anuncio de un conjunto de políticas que permitan mejorar sustancialmente la

⁵² Vale aquí señalar que la autonomía del Banco Central de Venezuela con respecto al Poder Ejecutivo está contemplada en la Constitución en su Artículo 318, donde se establece que el BCV ejercerá las competencias monetarias de la Nación e indica que su objetivo fundamental es “lograr la estabilidad de precios y preservar el valor de la moneda”.

⁵³ En el capítulo seis se retomarán estos aspectos.

regulación prudencial y la supervisión del sector financiero. No menos importante es la iniciativa de consensuar, con los sectores políticos y sociales fundamentales, un programa de reformas de largo aliento que permita vislumbrar, en un horizonte de largo plazo, una economía estable y con crecimiento sostenido.

Sin bien muchas de estas iniciativas sólo pueden concretarse en las fases posteriores a la unificación cambiaria, es necesario anticiparlas tempranamente para darle un sentido de orden, consistencia y direccionalidad a la política económica. No creemos necesario enfatizar que la credibilidad de la política económica es un insumo básico para quebrar las expectativas que se han sembrado en la inestabilidad, y para evitar el pánico y mitigar los ataques durante la fase de unificación.

4.2.2 Sobre cómo operar en la fase de la unificación cambiaria

En el momento de la unificación es preciso propiciar condiciones para que el mercado pueda iniciarse con la suficiente liquidez e información de modo tal que, al liberar la tasa de cambio, ésta pueda determinarse en el contexto de una zona de fluctuación.

Los hacedores de política deben estar conscientes que la unificación debe conducir a un tipo de cambio de mercado que gravite en una zona de subvaluación, de modo que haya espacio para evitar el riesgo de apreciación por la inflación remanente. Aunque es preciso definir técnicamente cual puede ser la zona de fluctuación, al inicio de la unificación lo más razonable es dejar que sea en el mercado donde se determine la tasa de cambio inicial.⁵⁴ Este procedimiento, seguramente, hará que la tasa de cambio se ubique muy por encima de la tasa oficial actual, pero, muy probablemente, por debajo de la tasa del mercado negro.

⁵⁴ Para definir esa zona puede ser útil el uso de metodologías para el cálculo de uno o varios TCRE de referencia

La unificación cambiaria también exige consciencia plena en los hacedores de política de que la estructura inicial del mercado, así como establecimiento de una zona de fluctuación, hacen inevitable la intervención del BCV, dado su inevitable rol de *market-maker*. Sin embargo, el Banco Central no tiene por qué anunciar ningún tipo de regla en esta fase, pero si informar al mercado sobre lo que se hace.

¿Cómo podría operar el nuevo mercado en la fase de unificación? Un mercado cambiario minorista operaría a través de agentes institucionales autorizados (bancos y casas de cambio), quienes recibirían las posturas de oferentes y demandantes. Si bien la oferta de divisas no está regulada, la demanda se circunscribe, en esta fase, a las necesidades comerciales, al pago de la deuda externa y la remisión de dividendos empresariales. El uso correcto de estas divisas se verificaría en forma aleatoria y *ex post*. Eventualmente, y con el objeto de contribuir a la “formación de precio” y de evitar una dinámica inestable, el Banco Central participaría indirectamente a través de un mercado mayorista que operaría a través de subastas. Los agentes autorizados que participan en el mercado mayorista, fundamentalmente instituciones financieras, estarían en la obligación de reportar el destino de los saldos en divisas adjudicados en las subastas y no deberían en un principio utilizar los recursos en el mercado paralelo. Indiscutiblemente, la puesta en operación de un mercado cambiario oficial con las características citadas ayudaría a disminuir la presión sobre el mercado paralelo, reduciendo el *premium* y restándole incidencia sobre el desempeño de la actividad económica real (*delicking*).

Un aspecto altamente positivo de la unificación, que va más allá de sus positivos efectos sobre la reactivación del sector real y el reordenamiento inicial de la economía, es el que tiene que ver con los impactos monetarios y fiscales y su positiva retroalimentación hacia el mercado cambiario. La unificación amplía el poder de desmonetización de la política cambiaria y ayuda a cerrar la brecha fiscal disminuyendo el financiamiento monetario (*aritmética placentera*).

Ambos aspectos ayudan a bajar la presión sobre los precios internos y sobre la demanda de divisas, contribuyendo, también, a la estabilidad.

4.2.3 ¿Cuándo termina la unificación y comienza la fase de estabilización?

La fase de unificación en los tipos de cambio oficiales y el arranque y construcción de un mercado cambiario funcional, deben facilitar, de manera notable, el logro de los objetivos de la estabilización macroeconómica.

Hemos concebido tres condiciones básicas que permitirían avanzar sin mayores obstáculos hacia la fase de estabilización. En primer lugar, contar con la asistencia financiera que le permita solventar el estrangulamiento externo y la brecha fiscal, mientras se acometen reformas más estructurales e institucionales. En este sentido, la mejor y quizás única opción que le queda a Venezuela es la consecución de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para recibir una línea de crédito externo de soporte a las reservas internacionales, al mercado cambiario y al financiamiento del déficit fiscal. Sin duda, la consolidación firme de un acuerdo con el FMI constituye una señal efectiva de arranque de una nueva fase.

Así mismo, la constitución de un preacuerdo con los acreedores externos, para la reestructuración ordenada de la deuda pública externa, es una opción que permitiría abrir espacio en divisas para manejar el tipo de cambio dentro de un programa de estabilización macroeconómica.

En tercer lugar, una importante señal es la reducción y estabilización del *premium* que se forma entre la tasa oficial de mercado y el mercado paralelo. La evolución del *premium* es un signo de la credibilidad en el nuevo régimen de políticas y de que el proceso de estabilización y reformas puede arrancar con buen pie (Pinto, 1998).

4.2.4 ¿En qué circunstancias la unificación puede fallar?

La unificación emprendida en un contexto de crisis no ofrece automáticamente garantías de éxito. Muy por el contrario, son numerosos los factores que pueden alterar el buen curso de un proceso de unificación al punto de generar

una reversión en el proceso y una nueva crisis. Las experiencias de unificaciones cambiarias fallidas son numerosas, gran parte de ellas ocurrieron durante los años 1980s y 1990s en países africanos. Casos conocidos de unificaciones no exitosas son los de: Irán 1993 y 2002, Zambia 1983 y 1985, Nigeria 1985, Sudan 1979, y Argentina 1981 y 1982.

Según Agénor y Flood (1992) cuando no hay un quiebre de expectativas y una percepción clara de que las causas y detonantes de la crisis cambiaria están siendo o van a ser atendidas, la unificación puede terminar en un fracaso. Lo mismo ocurre cuando la tasa de cambio post-unificación resulta apreciada, el nivel de reservas internacionales es bajo, o cuando no hay evidencias de un compromiso firme a futuro para alinear la política fiscal y monetaria con el nuevo régimen cambiario (Yavari, 2002; Kiguel y O'Connell, 1994; Aron y Elbadawi, 1992). De la misma manera, la unificación puede terminar en un proceso inestable y ser revertida cuando la tasa de inflación no cede (Agénor y Flood, 1992) o cuando el proceso de liberalización del mercado cambiario no se hace en la forma adecuada (Dordunoo, 1994). De la misma manera, un sistema financiero y de medios de pago frágil, y vulnerable a las medidas de estabilización, puede revertir la unificación.

Por último, hay factores exógenos que pueden atentar contra el éxito de la unificación. Por ejemplo, Kiguel y O'Connell (1994) y Aron y Elbadawi (1992) señalan que cuando en la transición la economía es afectada por un choque severo en los términos de intercambio, la unificación puede ser abortada y la economía puede ir de vuelta a los controles.

4.3 Los ámbitos de acción en la fase de unificación

La discusión precedente permite ahora sistematizar los ámbitos sobre los cuales se desarrollan un conjunto de acciones de política cuyo el objeto es llevar el proceso de unificación a feliz término, de modo tal que la transición pueda avanzar sin trauma alguno a la siguiente fase de estabilización.

Hemos dividido estas acciones en ocho ámbitos (ver Cuadro N° 4.2). Cada una de estas acciones tiene un propósito específico, aunque el alcance puede ser limitado durante esta etapa inicial de unificación. Por ejemplo, en materia cambiaria parece claro que en esta fase el alcance de la política cambiaria no puede ir más allá de la mera reconstrucción de un mercado funcional para ciertas necesidades de la economía y donde el Banco Central debe actuar sin una regla explícita, dejando flotar la paridad en una zona definida por el mercado. De la misma manera, los aspectos que tienen que ver con la gestión del riesgo cambiario no experimentarán mayores avances en esta fase.

Cuadro N° 4.2
Ámbitos de Acción de las Políticas en la Fase de Unificación

AMBITOS	
Arreglo Cambiario	Unificación parcial a tasa de mercado con intervención contingente del BCV en subastas en mercado mayorista. Banco Central no anuncia una regla pero si informa sus actuaciones. Existe un mercado paralelo legal para ciertos movimientos de capital.
Manejo de Reservas Internacionales	Reformas legales/institucionales y asistencia internacional para la constitución de un Fondo Mínimo de Reservas
Política Monetaria/Fiscal	Beneficios fiscales de la unificación y reducción parcial de la asistencia crediticia del BCV con destino fiscal
Manejo de Deuda	Anuncio de un programa de reestructuración ordenada del total de la Deuda Pública Externa
Institucionalidad del BCV	Reforma de la Ley del BCV para brindarle autonomía e instrumentos de actuación
Regulación al movimiento de capitales	Controles sólo a las salidas para movimientos de portafolio
Manejo de Expectativas	Anuncio de un programa de estabilización y reformas y así como de un programa de asistencia financiera con el FMI
Gestión de Riesgo Cambiario	Ninguna

En contraste el manejo de las reservas internacionales, el régimen fiscal y monetario, la reestructuración de la deuda externa, la institucionalidad del Banco Central, la regulación de los flujos de capital y el manejo de las expectativas, son ámbitos que deben ser atendidos con prioridad.

5 Régimen cambiario en la fase de estabilización: bandas cambiarias

Al período inicial de emergencia debe seguir la fase de estabilización macroeconómica. En esta etapa del proceso de transición, una vez que se ha logrado establecer un tipo de cambio nominal inicial que aproximadamente refleje los determinantes del tipo de cambio real, se trata de introducir progresivamente la flexibilización del tipo de cambio hasta hacer posible la instauración de un régimen de flotación administrada.

La gradualidad del proceso es más requerida dadas las carencias institucionales que afectan al mercado de divisas, a la capacidad de vigilar y gestionar el riesgo cambiario, y para llevar a cabo una política monetaria con capacidad de perseguir objetivos inflacionarios.

La manera de avanzar progresivamente es pasar a la implementación de un régimen intermedio de bandas cambiarias que a su vez está subdividido en dos fases: primero una banda horizontal que posteriormente evoluciona hacia una segunda banda deslizante (“*crawling band*”) con una ampliación progresiva de sus límites. Es de notar que, si el país lleva a cabo la transición con demasiada velocidad, es muy probable que experimente una excesiva volatilidad cambiaria que podría obligar a revertir la política cambiaria.

El régimen de bandas debe corresponderse con la fase de estabilización de la economía venezolana, que a su vez debe ser el resultado de la ejecución de un programa de ajustes y reformas estructurales concertado con los organismos financieros internacionales, especialmente con el Fondo Monetario Internacional.

Independientemente de si a esta etapa de bandas se entra en condiciones ordenadas o bajo presión, el éxito depende de la gestión eficaz de una serie de aspectos institucionales, operacionales y técnicos referidos en especial a las siguientes áreas (Duttagupta, Fernandez, y Karacadag, 2004):

- Funcionamiento del mercado de divisas.

- Política monetaria.
- Gestión del riesgo cambiario.
- Gestión del Banco Central como agente del mercado de divisas.
- Control sobre el movimiento de capitales.

Dado que el objetivo es alcanzar una flotación administrada, durante esta etapa deben crearse un conjunto de condiciones que la hagan posible. Estas condiciones requieren la instauración de:

- Un entorno macroeconómico estable con una tasa de inflación baja y predecible.
- Un mercado de divisas desarrollado y líquido.
- Una política coherente para regular la intervención del banco central en el mercado de divisas.
- Un ancla nominal alternativa idónea que haga posible reemplazar en este rol al tipo de cambio nominal, y
- Sistemas eficaces para analizar y gestionar la exposición de los sectores públicos y privados al riesgo cambiario.
- Una cuenta de capitales con reducidas restricciones.

La velocidad a la cual el marco institucional relevante puede construirse es el determinante fundamental del ritmo al que se puede avanzar en la flexibilización cambiaria. El desarrollo de las capacidades, las instituciones y el marco regulatorio están sujetos a importantes restricciones de secuencia y velocidad (Mussa, y otros, 2000).

Además, es necesario enfatizar que el éxito del progresivo avance en la flexibilización cambiaria sólo es posible si se minimiza la dominación fiscal sobre la política monetaria y cambiaria. La minimización de la dominación fiscal es parte de las reformas estructurales que deben ser emprendidas en el

marco del programa de ajustes y reformas estructurales que se asume debe estar en ejecución durante todo este lapso.

5.1 La banda horizontal

En los momentos iniciales de la fase de transición, cuando apenas se están iniciando las acciones para estabilizar a la economía avanzando en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos básicos, el margen para la flexibilidad cambiaria tiene que ser muy limitado. Durante esta etapa el tipo de cambio sigue siendo importante como ancla nominal, por lo que la banda inicial debe ser estrecha (por ejemplo: $\pm 3\%$). Moverse rápidamente a una banda más amplia podría producir excesiva volatilidad en el sistema, sin el tiempo adecuado para que los agentes puedan introducir una gestión más sofisticada del riesgo cambiario.

A pesar de su estrechez, la banda horizontal introduce un elemento de flexibilidad en el tipo de cambio, a la par que permite reducir la volatilidad en las tasas de interés y una mayor estabilidad en el nivel de reservas internacionales, sin arriesgar la confianza en el proceso desinflacionario que se supone está en proceso. Naturalmente, el estrecho margen para la flexibilidad cambiaria puede limitar la independencia de la política monetaria.

Por las circunstancias que rodean esta fase, el Banco Central puede estar tentado a restringir aún más las fluctuaciones del tipo de cambio dentro de una banda más estrecha que la anunciada públicamente (*inner band*). Esta práctica suele crear la impresión de un tipo de cambio garantizado o un “seguro cambiario” en forma implícita y, con ello, menguar la susceptibilidad de los participantes del mercado al riesgo cambiario. Es por eso por lo que no es recomendable que el Banco Central señale que se está moviendo en una banda interior.

El período de la banda horizontal debe terminar cuando la apreciación real del tipo de cambio, producto de los inevitables diferenciales de inflación con los socios comerciales en un período donde todavía persisten problemas con la

estabilización los desequilibrios macroeconómicos, amenace la competitividad y la credibilidad de la política cambiaria.

5.2 Banda deslizante (*Crawling Band*) con amplitud móvil (BBC)

El paso a una banda móvil, vinculada a una cesta de monedas, puede ayudar al país a mantener la competitividad externa ganando independencia en la política monetaria, aun cuando la tasa de inflación sea distinta a la de los socios comerciales, como probablemente será el caso durante un lapso prolongado.

La banda normalmente se establece simétricamente en torno a una paridad central móvil y se amplía gradualmente a medida que la tensión entre los objetivos de tipo de cambio e inflación termina por volcarse a favor de este último. La amplitud de la banda debe también considerar el tamaño esperado de los choques y la disposición a tolerar desviaciones en el crecimiento de los agregados monetarios con respecto a las metas establecidas en la política monetaria.

La banda deslizante se adopta con el objetivo principal de preservar la competitividad externa, evitando la apreciación cambiaria. El anclaje de las expectativas de inflación a estas alturas ya no debería ser el centro de atención de la política cambiaria, ya que se supone que el avance en el programa de ajuste y reforma estructural ha alcanzado sustancialmente la meta de la estabilización macroeconómica.

El paso a una banda móvil, vinculada a una cesta de monedas puede, sin duda, ayudar a ganar independencia en la política monetaria, aun cuando la tasa de inflación sea aún mayor a la de los socios comerciales.

La paridad central se modifica periódicamente en función de criterios preestablecidos y transparentes. Estos criterios estarían relacionados a: los diferenciales de inflación pasados o previstos en Venezuela y en sus socios comerciales, y los cambios en las variables fundamentales que determinan el tipo de cambio real de equilibrio a largo plazo. Simultáneamente, y en la

medida que se vaya avanzando en el establecimiento de las condiciones institucionales, se van ampliando los límites de la banda. A medida que se amplía la banda, el Banco Central debe reducir sus intervenciones en el mercado cambiario.

La creciente amplitud de la banda la va haciendo, de hecho, irrelevante y hace posible la transición natural y sin traumas a una flotación administrada. Por ello, en esta fase debe comenzar a introducirse el régimen monetario de metas inflacionarias, comenzando por el preanuncio de metas de inflación en términos de rangos probables.

5.3 Desarrollo del mercado de divisas

La flexibilización cambiaria requiere el desarrollo de un mercado de divisas con el objetivo final de que el tipo de cambio pueda responder a la interacción de compradores y vendedores. Para que este mercado pueda desempeñar su papel adecuadamente debe ser lo suficientemente líquido, profundo y eficiente, condición necesaria para minimizar, en número y duración, los episodios de excesiva volatilidad, así como las permanentes desviaciones respecto al tipo de cambio de equilibrio.

El mercado de divisas estaría conformado por un mercado interbancario mayorista en el que los operadores autorizados (bancos y otras instituciones financieras) comercian entre sí y con el Banco Central, y un mercado minorista en el que los operadores autorizados efectúan transacciones con los clientes finales (hogares o empresas). Es de notar que desde un principio el Banco Central no debería realizar transacciones con clientes no financieros.

El desarrollo progresivo de este mercado supone:

- Permitir una creciente flexibilidad del tipo de cambio para estimular la actividad cambiaria. Las fluctuaciones del tipo de cambio en ambos sentidos son necesarias para incentivar a los participantes a crear instrumentos de cobertura de riesgos y gestionar el riesgo cambiario.

- Reducir progresivamente el rol del Banco Central como hacedor del mercado, dando cabida a otros agentes.
- Brindar más información al mercado sobre las fuentes y los usos de las monedas extranjeras, los objetivos de las políticas y sobre las tendencias de la balanza de pagos. Esto es fundamental para que los participantes del mercado puedan formarse una opinión válida sobre la política monetaria y cambiaria.
- Unificar y simplificar la legislación cambiaria y evitar las modificaciones frecuentes o puntuales a la legislación, a los efectos de aumentar la transparencia del mercado y reducir los costos de las transacciones.
- Abolir progresivamente las disposiciones reglamentarias que entorpecen el funcionamiento del mercado, actuando especialmente en las siguientes áreas:
 - Los requisitos de cesión de divisas al banco central.
 - Los impuestos y recargos sobre las transacciones cambiarias.
 - Las restricciones sobre las operaciones interbancarias.
- Unificar los mercados de divisas segmentados,
- Liberalizar las restricciones sobre la cuenta corriente y algunas sobre la cuenta de capital para incrementar las fuentes y los usos de las divisas en el mercado.
- Mejorar la micro estructura del mercado reduciendo la segmentación, aumentando la eficacia de los intermediarios y garantizando la confiabilidad y eficiencia de los sistemas de liquidación de las operaciones con divisas.

Las actividades para desarrollar este mercado deberían comenzar una vez que se pase de la banda horizontal a la banda deslizante. Lo primero es desarrollar

el mercado interbancario como un mercado spot, antes de permitir el mercado de derivados.

El mercado de derivados requiere para funcionar adecuadamente que los rangos de la banda sean amplios (fase tardía de la banda deslizante). Por otra parte, es fundamental que existas un sofisticado mercado monetario interbancario de corto plazo y un mercado de títulos públicos, que puedan servir de apoyo al desarrollo de los instrumentos financieros derivados.

Paralelamente al mercado de derivados hay que establecer un marco regulatorio para reducir los riesgos del desarrollo de actividades especulativas y de toma excesiva de riesgos, especialmente en el sector financiero.

Dado que durante esta fase se mantendrán restricciones a los movimientos de capitales de corto plazo en el mercado oficial, funcionará un mercado paralelo legal que tenderá a desaparecer a medida que se amplía la banda y se levantan las restricciones a estos capitales avanzada la BBC.

5.4 Intervención del Banco Central en el mercado de divisas

El Banco Central necesita reformular políticas en lo referente a los objetivos, las ocasiones y los montos de las intervenciones, dado el nuevo rol que debe desempeñar bajo un régimen de bandas cambiarias en tránsito hacia una flotación administrada.

Si bien hay un compromiso explícito del Banco Central de defender la banda, el tipo de cambio debe progresivamente ser determinado por las fuerzas del mercado. El tipo de cambio debe tener la flexibilidad suficiente para responder a choques internos y externos, minimizando los posibles efectos adversos sobre la asignación de recursos, al tiempo que se dan las condiciones para una mayor autonomía de la política monetaria.

El Banco Central debe seguir interviniendo no sólo por razones atinentes a su papel como principal proveedor de liquidez, su intervención se justifica, además, por varias razones: corregir desalineamientos del tipo de cambio real,

acumular reservas internacionales con fines precautivos y/o apaciguar al mercado cuando éste se desordena.

Dado que la intervención del Banco Central puede tener varios motivos, algunos de ellos difíciles de comunicar al mercado, será preferible mantener la discreción en las intervenciones. No anunciar de manera anticipada las reglas de intervención es fundamental para evitar que los agentes del mercado puedan utilizar las reglas para especular contra las acciones que emprende la entidad monetaria) (Shogo, Canales, Guimanares y Karacadag, 2006).

Sin embargo, la administración de la flexibilidad cambiaria exige cierta volatilidad en el tipo de cambio, cuando esta refleja que el mercado se encuentra en el proceso de formación de precios y enviando señales provechosas a las autoridades y a los participantes del mercado que los obliga a mejorar y desarrollar las habilidades en la gestión de los riesgos cambiarios; en otras palabras, el Banco Central debe reducir el “seguro cambiario” progresivamente.

El manejo y defensa de la banda se realiza básicamente mediante la intervención directa, usando las reservas internacionales, la variación de los agregados monetarios y/o de las tasas de interés.

Es de notar que en esta etapa se plantean dilemas de política al Banco Central difíciles de resolver ya que es complicado distinguir cuando la volatilidad cambiaria puede considerarse producto de un necesario ajuste en la tasa de equilibrio, de las oscilaciones generadas por ataques especulativos no asociados a los determinantes fundamentales a mediano y largo plazo del tipo de cambio.

Por otra parte, aunque en un régimen de bandas los episodios de intervención del Banco Central son frecuentes, es necesario minimizarlas utilizando la flexibilidad del tipo de cambio nominal y el ancho establecido para la banda. Se supone que en la medida que se va avanzando hacia la flexibilización la frecuencia de las intervenciones se reducen, excepto en episodios transitorios

que afectan anormalmente la volatilidad del tipo de cambio. Naturalmente, la frecuencia de las intervenciones debería ser mayor en la fase de la banda horizontal que durante la banda deslizante.

Los dilemas típicos que afectarán la gestión del BCV como agente determinante del comportamiento del mercado de divisas pueden resumirse de la siguiente manera:

- Identificar en forma correcta los desalineamientos del tipo de cambio nominal y real.
- La diferenciación entre la volatilidad del tipo de cambio generada por falta de liquidez de la requerida para la formación del tipo de cambio y el buen manejo del riesgo.
- La frecuencia óptima de intervención sin socavar la credibilidad en el régimen cambiario.
- La señalización correcta con objetivos múltiples y no compatibles: corregir los desalineamientos, tipo de cambio competitivo, calmar el mercado, acumular reservas, y/o proveer liquidez.

5.5 Adopción de un ancla nominal alternativa

La creciente flexibilización del tipo de cambio exige rediseñar el régimen de la gestión monetaria en torno a la nueva ancla nominal, ya que la gestión de la liquidez pasa, en buena medida, de la intervención en el mercado de divisas a otros instrumentos de política monetaria.

Es de resaltar que la dificultad de establecer un ancla nominal alternativa verosímil es una de las razones fundamentales que justifica el uso de las bandas como régimen transitorio. Sin embargo, para que la política monetaria pueda sustituir eficientemente el rol del tipo de cambio como ancla nominal se requiere, como ya se ha mencionado, un conjunto de condiciones institucionales y operativas que sólo pueden alcanzarse gradualmente. Por esta razón, mientras no se logren alcanzar esas condiciones, que hagan posible un régimen monetario de objetivos inflacionarios, tendrá seguirse una estrategia

basada en la fijación de objetivos de agregados monetarios en sus distintas versiones: la base monetaria, los agregados monetarios en sentido amplio, y/o las reservas bancarias. Pero hay que tener en cuenta que, si bien la estrategia de objetivos monetarios puede servir como ancla nominal alternativa tras el abandono de una paridad rígida, la escasa relación entre los agregados monetarios y la inflación limita la eficacia de los objetivos monetarios como ancla nominal de los precios.

Las razones expuestas implican que, durante el período de las bandas, el tipo de cambio seguirá jugando un rol de ancla nominal de los precios, aunque cada vez menos importante a medida que se avanza en la flexibilización.

Entre los factores condicionantes que restringen la implementación de un régimen monetario basado en objetivos inflacionarios podemos resaltar los siguientes:

- el compromiso del Banco Central de procurar una meta de inflación explícita como objetivo primordial de la política monetaria,
- la independencia operativa y la rendición de cuentas del Banco Central como autoridad que determina la política monetaria,
- la transparencia que promueve la responsabilidad en la conducción y la evaluación de la política monetaria
- el desarrollo e implementación de una metodología fiable para pronosticar la inflación,
- un procedimiento prospectivo que sistemáticamente incorpore previsiones en la política económica y responda a las desviaciones respecto a los objetivos,
- una política fiscal consistente y que no domine a la política monetaria y cambiaria, y
- un sector financiero bien regulado, supervisado y gestionado.

Adicionalmente se requiere un mercado monetario de corto plazo y un mercado de títulos públicos para que las tasas de interés puedan utilizarse como el mecanismo de transmisión fundamental de la política monetaria. Las acciones dirigidas a desarrollar estos mercados deben comenzar tempranamente, incluso desde la puesta en operación de la banda horizontal.

Consolidada la BBC, se pueden fijar bandas preanunciadas para las metas inflacionarias. Esto es necesario para fortalecer la credibilidad en la política monetaria y un paso previo a la institucionalización de un régimen monetario de objetivos inflacionarios.

5.6 Gestión y supervisión del riesgo cambiario

Flexibilizar el tipo de cambio significa trasladar el riesgo cambiario desde el sector público al privado. La exposición de los agentes económicos a los riesgos cambiarios y de tasas de interés, especialmente las instituciones financieras, es uno de los factores determinantes de la velocidad a la que se puede avanzar en la flexibilización de la tasa de cambio y la nueva política monetaria (Ötke-Robe y Vávra, 2007).

Por ello, la evaluación de la exposición al riesgo cambiario y de tasas de interés se convierte en un tema central para la supervisión y regulación que implica un análisis detallado de los balances, especialmente en lo que se refiere a la composición monetaria de activos y pasivos, los vencimientos, la liquidez, y la calidad del crédito.

La gestión del riesgo cambiario implica, al menos, los siguientes componentes:

- Desarrollo de sistemas de información para vigilar las diversas fuentes de riesgos.
- Diseño de fórmulas y técnicas analíticas para cuantificar el riesgo cambiario.
- Políticas y procedimientos para lidiar con este tipo de riesgo:

- Establecimiento de límites sobre la concentración de préstamos en moneda extranjera.
- Disposiciones específicas para los riesgos de crédito asociados con préstamos en moneda extranjera.
- Establecimiento de exigencias de rentas externas o garantías a los prestatarios de moneda extranjera.

Naturalmente, la regulación y supervisión prudencial del riesgo cambiario en las instituciones financieras exige una atención especial, con medidas que deben hacer énfasis en las siguientes áreas:

- Límites en las posiciones de monedas extranjeras.
- Regulaciones sobre los préstamos en divisas.
- Regulaciones sobre las emisiones de títulos en moneda extranjera.
- Fijación de requerimientos de capital para la realización de operaciones en divisas.
- Regulaciones sobre los sistemas de control interno del riesgo cambiario en las instituciones financieras
- Fijación de mínimos de calificación de riesgo a las empresas que contraen créditos en divisas.
- Fijación de límites a los plazos de las posiciones en moneda extranjera.
- Establecimiento de reservas requeridas para los depósitos bancarios en moneda extranjera.
- Desarrollo de un mercado interbancario de productos e instrumentos derivados.

5.7 Control sobre el movimiento de capitales

La estrategia de abandono gradual de la paridad puede resultar más difícil de llevar a cabo ante flujos de capital cuantiosos y volátiles, especialmente las

corrientes de corto plazo. La experiencia de las economías emergentes resalta los peligros de abrir la cuenta de capitales antes de que se institucionalice adecuadamente un régimen de tipo de cambio flexible (México 1994, Tailandia 1997 y Brasil 1999). Estas experiencias resaltan que la apertura de la cuenta de capital antes de introducir la flexibilidad cambiaria puede amenazar la liquidez interna, generar desequilibrios macroeconómicos y precipitar ataques especulativos (Johnston y Tamirisa, 1998).

No obstante, los controles al movimiento de los capitales deberían atenuarse gradualmente a medida que se vayan cumpliendo ciertas condiciones previas de carácter macroeconómico e institucional. En particular, hay que tener en cuenta que la apertura de la cuenta de capitales y la reforma del sector financiero es un proceso interrelacionado (De Gregorio, 2013).

Durante la fase de estabilización, la flexibilización creciente del tipo de cambio exigirá un tratamiento asimétrico en la apertura de la cuenta de capitales. Es decir, probablemente se tendrán que reducir los ingresos a corto plazo, utilizar las salidas de capital como instrumento para reducir las presiones de los ingresos súbitos de capital y, sin duda, liberalizar desde un inicio los ingresos de capital a largo plazo.

Una vez consolidada y avanzada la banda deslizando los controles de capital, incluso a los movimientos de corto plazo, podrían ser minimizados, y hasta eliminados, aunque debe considerarse que la eliminación de los controles del capital puede generar la necesidad de mayores reservas para mantener o revitalizar la confianza del mercado y reducir la volatilidad cambiaria, disminuir las probabilidades de crisis y aumentar la eficacia de las intervenciones del Banco Central.

El Cuadro N° 5.1 presenta de manera gráfica la secuencia y velocidad que se está proponiendo para la implementación de las reformas y el desarrollo de las diferentes áreas temáticas involucradas en las diferentes fases del proceso de transición al régimen cambiario objetivo.

Cuadro N° 5.1

Velocidad y Secuencia de Políticas Vinculadas con el Régimen Cambiario				
Área de Política	Ajuste Inicial	Banda Horizontal	Banda Deslizante y Amplitud Móvil	Flotación Administrada
Mercado de Divisas				
Spot				
Derivados				
Mercado Monetario				
Mercado de Títulos				
Intervenciones del BCV en el Mercado Cambiario				
Política Monetaria				
De Agregados Monetarios				
Preanuncios de Bandas de Inflación				
Inflation Targeting				
Desarrollo de la Capacidad y Regulación del Riesgo Cambiario				
Regulación del Movimiento de Capitales				
Controles a la salida				
Controles a la entrada de capitales a corto plazo				
Liberalización de las entradas de capitales a largo plazo				
Consolidación fiscal				

5.8 Causas de la reversión de la política cambiaria en la transición

Existen múltiples razones que pueden hacer revertir el régimen de bandas cambiarias y con ello la fase de estabilización de un programa de ajuste y reformas estructurales. Entre las causas más importantes, que la literatura económica reciente alude para explicar los programas que han terminado en una reversión abrupta del régimen cambiario en la transición, cabe destacar las siguientes:

- La dominancia fiscal desempeñó un papel importante en la reversión de los procesos de Rusia (1993–95) y Venezuela (2002–03), mientras que en el caso de Egipto (2003) el detonante fue la excesiva depreciación del tipo de cambio (Duttagupta, Fernández, y Karacadag, 2006).
- Una inflación elevada al no poder reducir el “pass-through” del tipo de cambio, dada la limitada capacidad técnica e institucional para implementar el régimen monetario que sirva de ancla nominal alternativa.
- Un bajo nivel de desarrollo del mercado financiero, que expone al sistema bancario a pérdidas significativas por el descalce de monedas y plazos, dada la falta de instrumentos para protegerse de estos riesgos.
- Reversiones súbitas en los flujos de capital que depreciaron fuertemente la moneda, o ingresos de capitales a corto plazo que generaron significativas e insostenibles apreciaciones.
- Un mercado de divisas poco desarrollado e ilíquido.
- Una limitada capacidad, en el sector público y en el privado, para gestionar el riesgo cambiario.
- Fallas en la política de intervención sobre el mercado cambiario por parte del Banco Central.

En el Cuadro N° 5.2 se muestran un conjunto de casos emblemáticos de procesos de transición que experimentaron con bandas cambiarias antes de desarrollar un régimen de flotación.

Cuadro N° 5.2

Características del proceso de transición a un régimen de facto de flotación

País	Tipo de salida	Velocidad de transición	Régimen de facto	Período
Brasil	En crisis	Rápida	Crawling Band	1995-1998
			Crisis Cambiaria	1999
Chile	Ordenada	Gradual	Crawling Peg	1982-1985
			Crawling Band	1985-1987
			Crawling Band con ampliación gradual de la banda	1988-1999
Israel	Ordenada	Gradual	Crawling Peg	1985-1988
			Banda Horizontal	1989-1991
			Crawling Band	1992-2005
Polonia	Ordenada	Gradual	Soft Peg	1990-1991
			Basket Peg	1991
			Crawling Peg	1992-1995
			Crawling Band con ampliación gradual de la banda	1995-2000
República Checa	En crisis	Rápida	Banda Horizontal	1996-1997
Uruguay	En crisis	Rápida	Crawling Band con ampliación gradual de la banda	2001-2002

Fuente: Ötoker-Robe y Vávra, 2007.

6 Régimen cambiario de flotación administrada y bases para la adopción de un esquema de metas de inflación

En este documento se ha descrito cómo la estrategia de estabilización en Venezuela pudiera derivar paulatinamente en una flexibilización cambiaria que, a su vez, contribuya a reducir los problemas de descalce, mejore la perspectiva de crecimiento económico de largo plazo, aíse a la economía de los choques externos y permita recuperar la operatividad de la política monetaria. En este capítulo se realizan algunas consideraciones sobre la aplicación de una flotación administrada del tipo de cambio para el caso de Venezuela, una vez que se ha alcanzado la estabilización y se cumplen unas condiciones mínimas para retomar la senda del crecimiento económico.

En esta etapa del proceso ya se debería disponer de un nuevo marco de referencia para la política monetario-cambiaria, que exige mayor y mejor supervisión bancaria, transparencia, rendición de cuentas e independencia del Banco Central. Todos estos elementos definen un entorno institucional favorable a la flexibilidad cambiaria. De esta forma, la flotación administrada, y en particular la adopción de un esquema de metas de inflación, es la consecuencia lógica del conjunto de políticas que apuntan a la recuperación de la política monetaria y que, en teoría, debieron adelantarse durante la fase de estabilización.

Estas reformas reconocen en teoría que el principal papel de la política monetaria, bajo cualquier régimen cambiario que se desee adoptar, es el control de la liquidez. Sin embargo, debido a la relación inestable que, al menos en el corto plazo, puede existir entre los agregados monetarios y los precios parece existir un consenso sobre las ventajas del esquema de metas de inflación como un mecanismo que aporta a la economía un ancla nominal superior al que proporciona el establecimiento de metas sobre los agregados monetarios (Dutttagupta, Fernández y Karacadag, 2006). Esto supone canales de transmisión distintos para el accionar de la política monetaria donde una tasa de interés rectora toma un papel preponderante. Por lo demás, las

ganancias que provee el desarrollo institucional y la estabilización permiten que el grado de credibilidad en la política monetaria sea más elevado y que el curso de los agregados monetarios no representen un grave problema en el régimen de flotación. En cualquier caso, y dado que el régimen de flotación que aquí se propone en esta fase admite intervenciones discrecionales (muy especialmente cuando se desarrolla un temor a la apreciación), el incremento de la cantidad de dinero que deriva de las compras de divisas y la acumulación de reservas puede ser opcionalmente esterilizado con operaciones de mercado abierto.

La adopción de un esquema de metas de inflación, como mecanismo complementario para consolidar los logros en materia de estabilización, exige al menos tres condiciones previas. El primer requisito es la obtención de algunos éxitos en materia de reducción significativa y estabilidad de la inflación, a través del proceso de consolidación fiscal y la normalización en el crecimiento de las variables nominales⁵⁵. El segundo requisito es un nivel “suficiente” de reservas internacionales que reduzca la probabilidad de ataques especulativos y apuntale la credibilidad del régimen de flotación. Finalmente, se requiere de una sólida posición fiscal y la adopción de políticas que permitan reducir la prociclicidad del gasto público.

6.1 Definición del régimen cambiario (¿en qué consiste?)

Como se describió en los anteriores capítulos, la flexibilidad cambiaria no es sinónimo de libre flotación; ello se refleja en las distintas reglas de actuación de la banca central, pero también en la forma como éstas se combinan con la política fiscal para adecuarse a las perturbaciones que afectan a la economía. De esta forma, la gestión y diseño específico de la flotación, entendiendo como tal las funciones de reacción del banco central, la volatilidad del tipo de cambio

⁵⁵ De hecho, el esquema de metas de inflación es probablemente una estrategia más efectiva solo si es implementado después de haber obtenido éxitos en materia de desinflación Miguel Savastano, Paul Masson y Sunil Sharma (1997).

nominal que será tolerada por las autoridades, e incluso los instrumentos de política monetaria utilizados, termina por ser un fenómeno multifactorial.

La naturaleza de la intervención en el mercado cambiario dependerá, en primer lugar, del proceso de aprendizaje que, sobre el funcionamiento de la economía, se haya producido durante el proceso de desinflación. En segundo término, será determinante la transformación estructural que experimente la economía, la cual incluye las mejoras de credibilidad asociadas con la ejecución de un programa de estabilización y ajuste estructural. Finalmente, depende de la consistencia del régimen cambiario objetivo con el conjunto de políticas macroeconómicas aplicadas; de tal modo que, para armonizar la flotación administrada con las políticas fiscales, monetarias y comerciales, es necesario precisar los objetivos que las autoridades asignarán a la política cambiaria y su conexión con la meta inflacionaria.

En la práctica, el funcionamiento de la flotación administrada se ve afectada por varios condicionantes que reflejan las restricciones y objetivos de los hacedores de política. Como ya hemos mencionado, en el caso de las economías petroleras es un objetivo típico moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal. De hecho, con la excepción de Noruega, los países exportadores de petróleo operan regímenes cambiarios fijos o de flotación estrechamente administrada, consecuencia de *“fear to floating”* y del intento de utilizar las reservas internacionales como un colchón para distribuir intertemporalmente el uso de la renta.

En el caso específico de Venezuela, los excesos de deuda externa, la previsible disminución de la renta petrolera y los cambios estructurales en el mercado energético mundial, obligan a disponer de un régimen cambiario suficientemente flexible como para irse adecuando a las condiciones dinámicas del entorno y apuntar al mantenimiento de un tipo de cambio competitivo, que

en principio, interpretamos como aquel que evita la apreciación del tipo de cambio real, aún a riesgo de producir una subvaluación⁵⁶.

Aunque es prematuro tratar de adelantar la naturaleza específica de las reglas de intervención que caracterizarían una eventual flexibilización del tipo de cambio en la economía venezolana, creemos pertinente preguntarnos si la economía pudiera funcionar bajo un esquema de flotación administrada del tipo “*managed floating plus*” (Goldstein, 2002). En este caso hay que notar que el “*plus*” significa: a) un régimen de inflación objetivo para la política monetaria y (b) una agresiva política para evitar los problemas asociados al descalce de monedas⁵⁷.

Para Goldstein (2002), que el régimen sea “flotante” significa que las autoridades no anunciarán una tasa objetivo para el tipo de cambio ni intervendrán para alterar su tendencia, la cual debe estar determinada exclusivamente por las fuerzas de la oferta y la demanda. Más aún, bajo esta propuesta tampoco se debe reducir toda la volatilidad del tipo de cambio a corto plazo, pues ésta sirve para señalar los riesgos implícitos del mercado. Por último, y no menos importante, cuando exista un conflicto en el manejo de la tasa de interés con vistas al mantenimiento del equilibrio interno (inflación) o el externo (tipo de cambio real), el primero debe ser prioritario.

6.2 Requerimientos político-institucionales que hacen viable un régimen de flotación administrada

Si las reglas específicas que caracterizan la flotación pueden ser de diversa naturaleza y tema de debate o controversia, no lo es tanto los requerimientos institucionales que la hacen viable, especialmente cuando la sociedad ha experimentado un proceso hiperinflacionario. En particular, y más allá de la

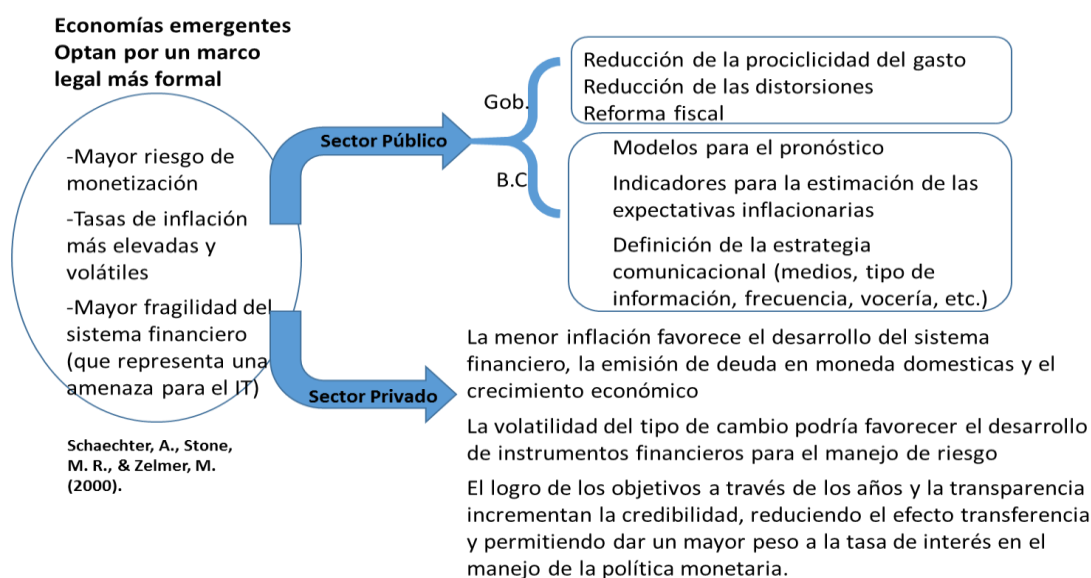
⁵⁶ No sólo se trata de decidir qué régimen cambiario seguir, también hay que decidir qué monedas y/o mercancías deben servir de referencia a los efectos de determinar el tipo de cambio y su evolución en el tiempo. Esto es particularmente importante en casos donde se está modificando la estructura del comercio internacional del país.

⁵⁷ Entendida como la sensibilidad del ingreso neto y la riqueza neta a las variaciones del tipo de cambio

indispensable disciplina fiscal, se requieren políticas transparentes de responsabilidad y rendición de cuentas que fortalezcan la credibilidad (Heenan, y Roger 2006; Carare, Schaechter, Stone y Zelmer, 2002). Pero también es claro que la credibilidad no se logra con un mero anuncio o declaración de intenciones, sino que requiere de resultados concretos, tanto en el sector público como privado, que mejoren la confianza del público sobre la capacidad para mantener el valor real de los saldos monetarios (ver el Gráfico N° 6.1).

Un aspecto central del desarrollo institucional, bajo un régimen de flotación, es el diseño del marco legal que regula el esquema de metas de inflación. Este marco incluye no solo aspectos de carácter punitivo, asociado a los desvíos en las metas de inflación, sino también las exigencias, el alcance y la oportunidad de la información que debe ser proporcionada al mercado por las distintas instancias responsables de la política. Curiosamente, en las economías emergentes esta normativa legal tiende a ser más formal que en las economías desarrolladas, como consecuencia de la necesidad de compensar las debilidades institucionales y tratar de garantizar el cumplimiento de los compromisos adquiridos por los distintos entes competentes.

Gráfico N° 6.1
Entorno institucional bajo la flotación administrada



Un tercer factor vinculado al fortalecimiento institucional tiene que ver con el desarrollo de las capacidades técnicas del Banco Central. Este requerimiento es de particular relevancia para las economías emergentes, donde debido a la mayor volatilidad, inestabilidad de parámetros y rezagos de información, el juicio (*priors* respecto a las sensibilidades de las variables, mecanismos de transmisión y eficiencia de los instrumentos de política) de los hacedores de política tiene un peso determinante (Schaechter, Stone y Zelmer, 2000)⁵⁸. En este sentido, la capacidad y el aprendizaje de las autoridades monetarias pasa a ser un factor clave de quienes están llamados a influir de manera determinante en la formación de las expectativas de los agentes económicos (Evans y Honkapohja, 2008).

6.3 Consistencia de la política económica bajo un régimen de flotación administrada

A lo largo de este documento se ha destacado la importancia de coordinar la política cambiaria con el resto políticas económicas, especialmente con la política fiscal, la monetaria, la financiera, el tratamiento a los movimientos internacionales de capital y, en general, con otras políticas complementarias que afectan al crecimiento económico.

6.3.1 Con relación a la política fiscal

En el caso de una economía exportadora de petróleo es fundamental la armonización de las políticas de intervención con las políticas de gasto público, no solo por el problema de la prociclicidad, sino por el efecto de la dominancia fiscal, que se asocia con la presencia de significativos déficits fiscales estructurales.

En principio, y teniendo en cuenta la experiencia reciente, se podría argumentar que en Venezuela la dominancia fiscal sería una importante restricción que dificultaría la adopción de un esquema de metas de inflación.

⁵⁸ Entre otras cosas, se requiere que las autoridades se formen una clara idea de los canales de transmisión de la política monetaria y, especialmente, los vinculados con el manejo de las tasas de interés.

Sin embargo hay que hacer notar que la dominancia fiscal afectaría la viabilidad de cualquier régimen cambiario, incluyendo los regímenes de tipo de cambio fijo, como ha sido demostrado en los hechos. Es por ello que en la necesidad de reformas estructurales, que deben ser adelantadas durante la fase de estabilización, con el fin de implementar nuevas reglas fiscales dirigidas expresamente a la reducción sustantiva de esta dominación fiscal que subsume a la política cambiaria y monetaria. Este es un tema crítico del programa de estabilización y reformas requerido.

6.3.2 Con relación a la política monetaria

La independencia del Banco Central es uno de los pilares de los esquema de metas de inflación, aunque la credibilidad se gana en la medida en que el BCV demuestre su habilidad para la obtención de las metas anunciadas. A la par, diversos canales institucionales deben ser fortalecidos, entre ellos se debe recuperar el papel del “Acuerdo Anual de Políticas” como un mecanismo de coordinación y seguimiento de las decisiones a distintos niveles de gobierno.

Estos esfuerzos institucionales se deben impulsar bajo el convencimiento de que un elemento central, para garantizar el funcionamiento adecuado del régimen de flotación administrada, es reducir las expectativas de inflación. El logro de este objetivo no es factible sin un marco de política monetaria fuerte que cuente con un ancla nominal creíble y genere la suficiente información, tanto de los resultados como de los instrumentos utilizados, y ésta se difunda de forma transparente y simétrica.

Aunque ya se ha insistido en este punto, debemos enfaizar que no es posible avanzar en la construcción de un mercado cambiario eficiente sin fortalecer y profundizar los mercados complementarios, especialmente el interbancario, el mercado de títulos de renta fija y un mercado de derivados.

En un contexto donde el tipo de cambio es flexible y la tasa de inflación reducida, los instrumentos de política monetaria deben estar fundamentados en el uso de mecanismos de mercado. Esto implica, por una parte, minimizar

el empleo de los requerimientos de reservas, gavetas sectoriales o límites al crédito y, por la otra, definir una tasa de interés marcadora de la política monetaria.

Finalmente, es importante tomar en cuenta que los choques no anticipados y la volatilidad macroeconómica dificultan la proyección de la inflación, incrementando la probabilidad en el desvío de las metas fijadas. Es por ello, que se requiere fortalecer las capacidades institucionales del Banco Central para modelar y predecir la tasa de inflación. Es necesario advertir que, mientras estén presentes estas limitaciones institucionales y de información, más que metas específicas para la tasa de inflación, el Banco Central tendrá que enfocarse en fijarse objetivos antiinflacionarios a mediano plazo y, en vez de metas únicas anunciar bandas para el objetivo perseguido.

6.3.3 Con relación al sistema financiero

El sistema financiero puede no responder adecuadamente cuando se producen importantes e impredecibles cambios en los precios de los activos. Por eso los bancos son vulnerables a las variaciones sustanciales del tipo de cambio nominal, factor que afecta directamente el precio del principal de sus activos: el dinero. Este tema es aún más relevante cuando el endeudamiento en divisas es más elevado, tanto de los bancos como de las empresas no financieras, que son sus principales deudores⁵⁹. Por esta razón, se estima que el esquema de flotación administrada exige un fortalecimiento de la supervisión bancaria y específicamente un estrecho seguimiento de las fuentes que afectan la fragilidad del sistema financiero ante un boom de crédito (Demirguc-Kent y Detragiache, 1998).

Además de la volatilidad del tipo de cambio nominal, otros factores asociados al régimen de flotación cambiaria inciden sobre la estabilidad bancaria,

⁵⁹ Por ejemplo, si los precios internos son rígidos, una depreciación del tipo de cambio que afecte negativamente los precios reales de los activos de las empresas y eleve el costo del servicio de la deuda externa, se traducirá en un problema de capacidad de pago y con ello problemas para los bancos que pueden desembocar en una crisis bancaria.

especialmente: la liberación de las tasas de interés, la variabilidad en los requerimientos de reservas y el incremento de la competencia en el sector financiero, consecuencia del desarrollo de los mercados antes mencionado.

La preocupación por el tema del descalce monetario pasa a ser crucial bajo un régimen de flotación cambiaria. La mitigación de los problemas de descalce supone desarrollar la capacidad de endeudamiento externo en la moneda local. También es importante desarrollar un mercado de cobertura de riesgos (derivados), y permitir cierta variación en el tipo de cambio nominal para incentivar el desarrollo de la capacidad en la gestión del riesgo cambiario. Asimismo, se debe profundizar el mercado de capitales, controlar las posiciones en moneda extranjera, y garantizar un flujo de información al público publicar información oportuna y de calidad. En cuanto a este último aspecto, se recomienda que las instituciones financieras estén obligadas a reportar públicamente los indicadores que permitan darle seguimiento a la exposición cambiaria y el grado de cobertura que están asumiendo, tanto en sus operaciones crediticias cómo en la gestión de sus portafolios de inversión.

6.3.4 Con relación al movimiento de capitales

Las reformas aludidas en las tres secciones precedentes se suponen que se han adelantado en la fase de estabilización de la economía. El avance sustantivo en ellas es fundamental para poder reducir la exposición a los riesgos de liquidez y de solvencia que pudieran originarse en el sector financiero, una vez que se proceda a levantar los controles a los movimientos internacionales de capital⁶⁰. No obstante, y a pesar de la eventual mayor solidez institucional, es probable que se deban mantener algunas restricciones a las entradas de capital de corto plazo condicionadas, sobre todo, a los

⁶⁰ Los riesgos de liquidez están referidos a retiros de depósitos vinculados a una depreciación del tipo de cambio (depende del control de cambios y la política de intervención del BCV). Los riesgos de solvencia se refieren a los cambios en la valorización de la posición global neta en moneda extranjera de la banca y la afectación de la capacidad de repago de un deudor (cliente del banco) que inciden sobre la morosidad (por demanda o efecto hoja de balance). La última revisión de estos aspectos disponible en la literatura sugieren que, al menos hasta el 2006, la devaluación genera una mejora patrimonial del sistema (Hernández, Valero y Díaz, 2007).

avances en el desarrollo del sistema financiero. Por controles o regulaciones a los flujos de capital entendemos las restricciones de precios o cuantitativas que hacen a los movimientos de capitales más costosos⁶¹.

Estudios recientes en los casos de Chile, Brasil, Tailandia, Malasia y Colombia señalan que las regulaciones sobre los movimientos de capital: (a) ayudan a reducir el grado de vulnerabilidad a los choques externos, (b) reducen la volatilidad de la tasa de cambio, y (c) ayudan a evitar la apreciación del tipo de cambio en episodios de entradas masivas de capital (Ostry et al., 2009). Edwards y Rigobón (2009) resaltan, además, que los controles afectan el tipo de cambio nominal y real, aíslan la tasa de cambio nominal de los choques externos, y reducen la volatilidad del tipo de cambio en el corto plazo, pero la amplían en el largo plazo.

6.3.5 Con relación a las políticas complementarias

En la etapa post-estabilización, el país debería experimentar una inflación más baja y menor volatilidad en sus macro fundamentos, pero esto no es suficiente para garantizar el crecimiento económico. Un manejo adecuado de la deuda, una política monetaria que mantenga bajo control los agregados nominales, e incluso un progreso importante en la consolidación fiscal, solo garantizan un mínimo de consistencia macroeconómica (ver Cuadro N° 6.2).

Cuadro N° 6.2
Ámbitos de Acción de las Políticas en la fase de crecimiento

AMBITOS	
Arreglo Cambiario	Flotación administrada
Manejo de las Reservas Internacionales	Esencialmente precautelativo, en función de la coyuntura externa
Política Monetaria/Fiscal	Fortalecimiento de las políticas anticíclicas de gasto y transparencia fiscal

⁶¹ Más allá de las medidas cuantitativas o prohibiciones, en lo que se refiere a las salidas de capital los impuestos a ciertas transacciones de activos internacionales y los impuestos a los rendimientos de las inversiones internacionales suelen ser los más usados comúnmente. En referencia a las entradas de capital, el instrumento más difundido son los requerimientos de reservas.

Manejo de Deuda	Reglas que prevengan el ciclo económico de origen político y el uso de prácticas populistas
Institucionalidad del BCV	Permanente revisión y adaptación de las metodologías e instrumentos para el manejo de la política
Regulación al movimiento de capitales	Pudieran mantenerse algunos controles a las entradas de capital de corto plazo
Manejo de Expectativas	A través de los anuncios, cumplimiento de las metas, transparencia y rendición de cuentas
Gestión de Riesgo Cambiario	Mantener la volatilidad cambiaria mínima que señala la presencia de un compromiso respecto a la flexibilidad cambiaria

El esquema de metas de inflación, aun funcionando adecuadamente, debe estar acompañado de una estrategia de desarrollo y una transformación institucional que permita aprovechar la estabilidad de precios para impulsar el crecimiento. Estas políticas no son complementarias solo en el sentido de favorecer la actividad económica, sino en que pueden dar viabilidad política de largo plazo a las reformas. En este contexto, el escenario post estabilización puede ser caracterizado por dos resultados distintos, donde la política cambiaria pasaría a cumplir roles completamente diferentes:

- a. *Crecimiento equilibrado y sostenido*: esta es un escenario optimista donde las entradas de capital y la recuperación de la inversión privada impulsan la actividad productiva basada en la confianza que genera el cambio de la estrategia general de políticas. Después de eliminar las distorsiones de precios relativos y adelantar la reforma fiscal, la economía recupera su senda de crecimiento. Esto implica superar de forma estructural, bien sea a través de la transformación productiva o mediante el diseño institucional adecuado, los problemas de volatilidad que caracterizan a la economía venezolana.
- b. *Estancamiento o “bosque abierto” con elevada inestabilidad*: en este escenario, aun contando con que el apoyo financiero de los multilaterales puede ayudar al proceso de transición, la economía quedaría en una

especie de trampa de pobreza⁶². Si bien el financiamiento externo contribuye a reducir la inflación e impulsar las reformas, que permiten la adopción de un esquema de metas de inflación, la economía permanece en un estado de estancamiento y con severos problemas de gobernabilidad. Además, los bajos precios del crudo y el peso de la deuda externa (a pesar de su reestructuración) actúan como una rémora insuperable para permitir que la actividad productiva se recupere. Dado que en este escenario la vulnerabilidad macroeconómica seguiría presente, el bajo crecimiento económico, la pobreza y la baja productividad generarían el caldo de cultivo para que la economía reinicie otro ciclo de monetización del gasto público, mayor endeudamiento público, retorno a los controles de precios y cambiarios, presionados por la economía política de los dilemas distributivos.

El escenario que se imponga depende no sólo de que se haga “lo correcto” en la política económica, es necesario que confluyan otros elementos que tienen más que ver con la dinámica de la gestión de los procesos políticos y sociales. En otras palabras, el escenario resultante no es un tema solamente técnico-económico.

6.4 Aspectos operacionales de un régimen de flotación administrada

La gestión de un régimen de flotación administrada involucra aspectos operacionales que están especialmente vinculados a la manera como debe funcionar el mercado cambiario y al rol que en el desempeñaría el Banco Central. Con relación a estos aspectos, dos problemas vinculados a la función de reacción que se supone determinan el comportamiento de la autoridad monetaria han sido resaltados en la literatura: el temor a la flotación (*fear to*

⁶² La expresión “bosque abierto” hace referencia a las dificultades de crecimiento que pudieran tener lugar en aquellos países que, sujetos a colapsos de sus exportaciones, encuentran limitaciones para expandir su base exportable. Esto se produciría por la falta de actividades preexistentes sobre las cuales se pudieran expandir las capacidades productivas (Hausmann y Rodrik, 2003).

floating) y el temor a la apreciación (*fear to appreciation*). Ambos problemas determinan, a su vez, la conducta del Banco Central con respecto al manejo de las reservas internacionales.

6.4.1 Estructura y gestión del mercado cambiario

En un régimen de flotación pura, hablar de instrumentos de intervención en el mercado cambiario pudiera ser un contrasentido pues en teoría son las fuerzas del mercado las que determinan el curso de la paridad cambiaria nominal y real. Aunque desde la perspectiva de la actual coyuntura, y para algunos analistas, apelar al mercado libre de divisas pudiera parecer muy apropiado para resolver los problemas de la asignación de los recursos, difícilmente la economía venezolana podría calificar para un régimen de flotación pura. Como ya hemos sostenido, si bien la flexibilidad cambiaria parece ser necesaria, lo que estaría planteado es transitar hacia una flotación manejada. En cuyo caso, hay que considerar los instrumentos que deberían utilizarse para administrar la flexibilidad del tipo de cambio⁶³.

Si el Banco Central utiliza como instrumento básico de su política monetaria la tasa de interés, existirán potencialmente varios canales para afectar la tasa de cambio nominal⁶⁴. Por ejemplo, a través del rendimiento de los activos financieros y los movimientos de capital (aún si no hay perfecta movilidad de capital), o impactando la demanda agregada y en consecuencia el producto y la tasa de inflación.

Si el Banco Central decide actuar sobre los agregados monetarios, en lugar de las tasas de interés, existirán igualmente varios canales potenciales para

⁶³ En general la literatura destaca tres tipos de instrumentos: (a) los que se usan a través de la política monetaria, como la tasa de interés rectora o los agregados monetarios; (b) los que se usan a través del mercado cambiario directamente o combinando acciones en el mercado cambiario y el mercado monetario (en ese espectro de instrumentos, tenemos las intervenciones a secas y las intervenciones esterilizadas), y (c) los controles o fricciones a los movimientos de capital.

⁶⁴ Desde luego, uno de los mecanismos, más relevantes para el diseño de la política monetaria en pequeñas economías abiertas se produce a través de los choques o desequilibrios externos razón por la cual ciertos bancos centrales usan la tasa de cambio real en su función de reacción (Clarida, Galí y Gertler, 1998; Ball, 1999).

afectar la tasa de cambio. En primer lugar, modificando la relación de equilibrio en el portafolio de activos y sus precios, generando un efecto riqueza que incide en las decisiones de las empresas y hogares. En segundo término, modificando directamente la demanda de moneda local y extranjera. En tercer lugar, generando cambios en la tasa de interés nominal que, en presencia de rigideces en el mecanismo de ajuste de la economía, se traducen en variaciones de la tasa de interés real afectando, con ello, el consumo y la inversión y, por consiguiente, el nivel del producto y el de los precios⁶⁵. Por último, incidiendo en las expectativas del público que están íntimamente asociadas a la credibilidad que tengan en el Banco Central.

Los bancos centrales, por razones estratégicas, tratan de limitar la información que suministran al mercado cambiario referida a sus intervenciones, especialmente en los casos donde ejercen una posición dominante. Pero es de esperar que, bajo un régimen de flotación, las intervenciones de la autoridad monetaria tengan esencialmente la forma de operaciones de esterilización de los choques de oferta o demanda que puedan alterar la estabilidad y dirección de la tasa de cambio. Es por ello que en la literatura ocupan más la atención las intervenciones esterilizadas (o puras), en las que el Banco Central compra (o vende) divisas, acompañando esta acción con un drenaje (o inyección) de liquidez, casi siempre vía mercado abierto, por una cuantía igual al valor en moneda nacional de la intervención en el mercado de cambio.

Este tipo de operaciones altera las tenencias privadas de activos denominados en moneda nacional y en divisas, pero deja la oferta monetaria inalterada. De esta manera, la autoridad monetaria trata de aislar los efectos internos de la política cambiaria. Hay que destacar, sin embargo, que, si simultáneamente a los objetivos de tipo de cambio el Banco Central persigue algún otro no consistente en la tasa de interés, la esterilización termina siendo sólo parcial.

⁶⁵ Naturalmente, en este caso la efectividad de la política monetaria dependerá no sólo de su capacidad de afectar la tasa de interés real, sino también de la sensibilidad del consumo y la inversión frente a esta variable.

Este último es un dilema típico de política económica que afecta a los regímenes de flexibilidad cambiaria.

Sobre la efectividad de las operaciones de esterilización para gestionar adecuadamente los mercados cambiarios no hay aún un elevado consenso. Los Bancos Centrales continúan prefiriendo este tipo de intervenciones (Neely, 2005), pero diversos estudios empíricos cuestionan que los resultados sean siempre exitosos (Sarno y Taylor, 2001). Estudios más recientes, donde se utilizan datos de alta frecuencia y se han hecho esfuerzos por controlar adecuadamente los problemas de simultaneidad que suelen afectar las estimaciones de los modelos utilizados, reportan que las intervenciones esterilizadas son efectivas (Neely, 2011)⁶⁶

6.4.2 Criterios que determinan la intervención del Banco Central en el mercado cambiario

Las experiencias de políticas de intervención en el mercado cambiario bajo metas de inflación son variadas. De 27 países que han adoptado el esquema de metas de inflación, 17 de ellos entran en la categoría de libres flotaciones, flotaciones manejadas o bandas, mientras que los 10 restantes entran en categorías de crawling pegs, crawling bands (con fluctuaciones inferiores al 2%) y, en menor medida, fijos⁶⁷.

En la práctica, las economías emergentes que se fijan metas de inflación tienen, en promedio, tipos de cambio más flexibles que aquellas que no lo tienen. Sin embargo, debe señalarse que para algunos autores la adopción (*de jure*) de un esquema de metas de inflación oculta, con frecuencia, políticas cambiarias que pudieran sugerir más bien la presencia de “*fear of floating*” por

⁶⁶ Finalmente, otra fórmula para regir un régimen de flotación administrada es utilizando instrumentos que regulen los movimientos de capitales; aspecto que ya hemos tratado anteriormente.

⁶⁷ Algunos países “no han tenido otra opción” que la flexibilidad (Larraín y Velasco, 2002). No obstante dicha flotación difícilmente puede ser considerada “libre”. De esta forma, todavía se considera que existe espacio para los regímenes intermedios sobre todo para las economías emergentes (Williamson, 2000; Bailliu y Murray, 2003; Bordo, 2004), y más específicamente en el caso de una economía petrolera (Setser, 2007).

parte de muchos bancos centrales (Calvo y Reinhart, 2002; Ilzetzki, Reinhart y Rogoff, 2017). Esto pone de relieve el tema de la determinación de la función de reacción del Banco Central, que es lo que última instancia define la manera como la autoridad monetaria interviene sobre el mercado cambiario.

6.4.2.1 Manejo de las reservas internacionales

Es bien conocida la tesis según la cual la amenaza de posibles crisis cambiarias impide el funcionamiento de esquemas de metas de inflación (Schaechter, Stone y Zelmer, 2000). Esta sería una razón fundamental que explicaría tanto la tendencia a acumular reservas, el miedo a flotar y el temor a que la moneda se aprecie, fenómenos que se pusieron de manifiesto con la denominada “crisis asiática”.

En este sentido se suelen citar los casos del comportamiento que mostraron los bancos centrales en India, Corea, Filipinas, Singapur y Tailandia. En Latinoamérica, Bolivia y Perú, donde las reservas internacionales netas pasaron de menos 5% del PIB en 1990 a más de 30% en 2015, al tiempo que México y Brasil también acumularon significativamente reservas. En el caso de Chile, a pesar de acrecentar significativamente el nivel de reservas no pudo impedir la apreciación del tipo de cambio real (Claro y Soto 2013).

Todos estos casos parecieran indicar que la acumulación de reservas responde a necesidades que van más allá de los meros requerimientos precautelativos. La necesidad de contar con fondos requeridos por razones vinculadas a la estabilización y a la distribución óptima del consumo agregado en economías donde existen restricciones al crédito, baja movilidad de capital o reducidos niveles de bancarización, parecieran ser requerimientos que los bancos centrales hoy valoran en demasía. Este es un aspecto de la mayor importancia ya que los motivos citados suelen predominar sobre otros, como lo es el caso de la presumible persecución de los llamados tipos de cambio “competitivos”.

6.4.2.2 Volatilidad del tipo de cambio (*fear to floating*)

La volatilidad del tipo de cambio afectaría negativamente los volúmenes de comercio y/o la inversión a través de la incertidumbre y los costos transaccionales (Durčáková, 2011). Esto se debe a que el tipo de cambio que se acuerda en el momento de cualquier contrato puede diferir de la cotización vigente para la fecha en la cual se recibe la mercancía y se efectúa el pago. Si este riesgo cambiario es impredecible se produce incertidumbre sobre los beneficios esperados de los negocios, lo que reduce los incentivos al comercio. Dichos efectos inhibidores no pueden ser fácilmente contrarrestados pues no todos los agentes tienen acceso a mecanismos de cobertura o mercados a futuro (Ozturk, 2006). De esta forma, cabría esperar una relación inversa entre los indicadores de volatilidad, el volumen del comercio y la inversión.

No obstante, la evidencia empírica al respecto sigue siendo ambigua (Côté, A. 1994; McKenzie, 1999; y Ozturk, 2006)⁶⁸, y en casos donde se reporta un efecto negativo de la variabilidad del tipo de cambio nominal sobre el comercio, este es reducido, poco robusto y no de carácter universal (Clark, Tamirisa y Wei, 2004).

Aunque la evidencia empírica dista de ser concluyente, en los ambientes de discusión sobre la política económica se suele dar por sentado que la volatilidad afecta negativamente al comercio (McKenzie, 1999)⁶⁹. Esta idea es parte de la cultura predominante en los bancos centrales, convirtiéndose en un fundamento clave que explicaría el temor a flotar que alimenta la intolerancia a que el tipo de cambio fluctue libremente con las fuerzas del mercado.

⁶⁸Los resultados son sensibles, al período de referencia, a los modelos de volatilidad utilizados, y la selección de la muestra.

⁶⁹ Si se registra un “exceso” de volatilidad, éste está más probablemente asociado con la adopción de malas políticas o choques externos que con la volatilidad propia de un mercado divisas en condiciones de estabilidad macroeconómica. Sería por tanto un error asumir que los efectos negativos, que sobre el comercio u otras variables, genera la volatilidad tienen su origen en el tipo de régimen cambiario per se y no con la verdadera causa de las perturbaciones; el mal manejo de políticas.

Si el banco central padece de este temor, difícilmente pueda, en los hechos, desarrollarse un real régimen de flexibilidad, incluso uno de flotación administrada.

6.4.2.3 Tipo de cambio real (*fear to appreciation*)

En economías exportadoras de *commodities* el nivel y la volatilidad del tipo de cambio real afectan al crecimiento económico (Sérven y Solimano, 1993; Bagella, Becchetti, y Hasan, 2006), al contribuir a profundizar el problema de “la maldición de los recursos” (Lama y Medina, 2010). Por esta razón, las autoridades cambiarias podrían intentar fijar objetivos de tipo de cambio real. Incidiendo en la asignación de los factores productivos. Esta sería una vía a través de la cual se pretende estimular el desarrollo de sectores que tenga capacidad para exportar y sustituir importaciones. Tal política supone, en general, subvaluar el tipo de cambio real con relación al de equilibrio; lo que no es otra cosa que conceder un subsidio a los productores de bienes y servicios transables. Un Banco Central que persiga como objetivo un tipo de cambio competitivo naturalmente desarrollará una conducta que evite la apreciación del tipo de cambio real (*fear to appreciation*).

Sin embargo, como ya se explicó en el Capítulo 2, perseguir un objetivo de tipo de cambio real contraviene el uso de la tasa de cambio como ancla nominal. Por otra parte, al ser el tipo de cambio real (al menos a mediano y largo plazo) una variable endógena, no están claras las condiciones bajo las cuales es posible mantener como objetivo de política una subvaluación del tipo de cambio real sin afectar la inflación y la estabilidad macro (Uribe, 2003). Así, por ejemplo, Calvo, Reinhart, y Vegh (1995), examinando la experiencia de Chile, Brasil y Colombia, concluyen que mantener un tipo de cambio subvaluado respecto a su valor de equilibrio, a pesar de ser una política que goza de amplia popularidad, tiende a incrementar la inflación y resulta incompatible con las prescripciones de política más tradicionales. Más aún, estas reglas se asocian con posibles efectos desestabilizadores y si acaso preservan el nivel de competitividad externa solo de forma transitoria.

Además de estas consideraciones, habría que evaluar la eficiencia relativa de un subsidio cambiario versus otros mecanismos de transferencia por vía de la política fiscal (tributos y gasto público), la política monetaria (tasas de interés y crédito) y la política comercial (aranceles), sólo para mencionar los más relevantes. Demás esta recordar que el subsidio cambiario implica distorsión de precios y reducida transparencia en los costos que el subsidio significa.

Desde el punto de vista teórico, siguiendo el enfoque de los modelos keynesianos, los principales canales a través de los cuales la política cambiaria podría afectar el crecimiento económico serían: (a) el efecto del tipo de cambio sobre los salarios reales y la tasa de beneficios de las empresas, que permiten incrementar el ahorro y la inversión y (b) un tipo de cambio real competitivo que induce mejoras en la productividad en el sector de transables haciendo competitivas a las empresas del sector en el mercado internacional, expandiendo las exportaciones y la sustitución de las importaciones. La mayor competitividad externa genera un proceso de causación positiva que promueve un crecimiento sostenido del producto (Dixon y Thirlwall, 1975).

Partiendo de estas consideraciones, una devaluación del tipo de cambio nominal debe producir a corto plazo una depreciación del tipo de cambio real, siempre que exista rigidez relativa de los salarios nominales; es decir, cuando los salarios nominales no se muevan a la misma velocidad que los precios. En otras palabras, las devaluaciones serían efectivas para promover el crecimiento del sector de transables si provocan una caída en los salarios reales o resuelven problemas de coordinación o externalidades negativas en la producción (Rodrik, 2008)⁷⁰.

⁷⁰ En este sentido DiJohn (2004) argumenta que sorprendentemente, durante los procesos de reforma pro mercado durante los 90 en Venezuela se observó una disminución en la importancia relativa de los sectores intensivos en mano de obra. Según su visión, las recomendaciones del consenso de Washington en el sentido que una devaluación reduciría los costos laborales y con ello estimularía los sectores trabajo-intensivos no se verificó ni en Venezuela, ni en América latina durante los durante el período de reformas.

No obstante, a largo plazo, al aumentar la productividad en el sector de transables, el tipo de cambio volverá apreciarse a la par que se incrementan de nuevo los salarios reales y los precios de los no transables; esta tendencia a la apreciación ya no sería reflejo de un caso de *Dutch Disease*⁷¹. En otras palabras, la apreciación del tipo de cambio real sería ahora la consecuencia necesaria de un incremento en la productividad total de los factores y no una consecuencia indeseable de un boom en los precios de los *commodities*.

Las respuestas a estos dilemas de política económica no son sencillas ni fáciles de dirimir. El desarrollo del sector de transables no tradicionales se justifica por varias razones, y en nuestro caso aún más por la inminencia de los cambios estructurales en el mercado energético que afectarán negativamente a los productores de fuentes de energía fósil como lo es el petróleo. Si a esto se adicionan las conocidas ganancias por las externalidades asociadas a la diversificación sectorial y espacial, al desarrollo de sectores más competitivos, que participan en la economía global, y los efectos derrame y de aprendizaje, los efectos positivos sobre el bienestar podrían más que justificar los efectos negativos generados por el subsidio cambiario, especialmente sobre el sector laboral⁷². Sin embargo, todavía queda en pie el tema de si el costo de oportunidad de la diversificación se podría reducir con otra mezcla de política que minimice el subsidio cambiario. Tal análisis y evaluación para el caso venezolano excede los objetivos de este trabajo⁷³.

⁷¹ Un régimen cambiario que mantiene una moneda permanente apreciada provoca desindustrialización (efecto *Dutch Disease*).

⁷² Otro elemento tiene que ver con la consistencia del enfoque utilizado; ¿En qué medida el mantenimiento de un tipo de cambio real objetivo atenta contra los logros de la estabilización? Es decir, ¿cómo entender el cambio radical de análisis cuando se pasa de la fase desinflacionaria al “equilibrio”? Si inicialmente se desean anclar las expectativas por qué luego, una vez logrado el objetivo, se procede a actuar en la dirección contraria. Es decir, favoreciendo los elementos que se combatieron durante la fase de estabilización; la expansión monetaria, las expectativas de devaluación y sobretodo la inercia inflacionaria. Lo que inicialmente se consideró un problema pasa a ser “tolerable” si en teoría se asocia a una mayor tasa de crecimiento económico.

⁷³ En la literatura disponible se pueden consultar visiones alternativas de política económica que no descansan necesariamente en una política cambiaria basada en la subvaluación del

Un último elemento que quisiéramos destacar en esta sección, y que está asociado al temor a la apreciación, es el que tiene que ver con la posibilidad de distinguir entre choques transitorios y permanentes en los fundamentos del tipo de cambio real de equilibrio. En principio, sí, por ejemplo, hay un aumento permanente en los términos de intercambio, no sería óptimo desde el punto de vista del bienestar, fijarse como objetivo estabilizar el tipo de cambio y menos aún subvaluar el tipo de cambio real, a menos que las externalidades asociadas al desarrollo de la producción de transables no petroleros más que compense la mejora en el bienestar que se supone está asociada a la apreciación real del tipo de cambio (mejora en los salarios reales) (Lama y Medina, 2010)⁷⁴.

De nuevo la respuesta al dilema de política económica no es evidente, exige un análisis más detallado de los impactos positivos y negativos de las diferentes alternativas disponibles, especialmente en el ámbito de la política fiscal y la política cambiaria⁷⁵. De más está enfatizar que las implicaciones distributivas

tipo de cambio real. Por ejemplo una política fiscal más restrictiva implicará una menor tasa de interés para obtener un determinado objetivo inflacionario y de esta forma se obtendrá un tipo de cambio más subvaluado (Hausmann y Klinger, 2008; Daude, Levy-Yeyati, y Nagengast, 2014).

⁷⁴ En este caso, la política cambiaria debería enfocarse al establecimiento de una tasa de cambio competitiva que permita desarrollar aquellos sectores, en especial el sector manufacturero, que puedan generar externalidades positivas, vía cambios tecnológicos e incrementos de productividad, en la economía en su conjunto (Gala y Libanio, 2010). En virtud de la presencia de la renta petrolera, el desarrollo del sector de transables no petrolero, donde se generarían las mayores externalidades para promover el desarrollo a largo plazo, exigiría la subvaluación del tipo de cambio al menos hasta que estos sectores ganen la suficiente competitividad, vía ganancias de productividad, como para no depender del subsidio cambiario.

⁷⁵ La subvaluación actúa como un arancel, de forma tal que proponer un tipo de cambio relativamente depreciado es equivalente, en cierto modo, a retornar a las estrategias de desarrollo basadas en la sustitución de importaciones (Mussa, 1986). Tanto la subvaluación como el arancel actúan como un subsidio a los exportadores al tiempo que desestiman el consumo de transables, mejorando la cuenta corriente. La principal diferencia radica en que la subvaluación no discrimina entre bienes transables, producidos internamente o externamente (Korinek y Servén, 2010). Pero existe una combinación de impuestos equivalente a la devaluación. Por ello, es importante no perder de vista que la política cambiaria termina por ser un mecanismo alternativo para hacer política fiscal que debe ser financiada con impuestos formales o distorsionantes. Otros aspectos asociados a los efectos de una política de crecimiento sustentada en la subvaluación del tipo de cambio real son los que tienen que ver con los incentivos que se generan para fortalecer los monopolios internos y la práctica de la

involucradas en estas decisiones de política tienen una importancia de primer orden.

6.5 Factores que podrían revertir el régimen de flotación administrada

Existen varios factores que pudieran revertir el régimen de flotación administrada, muchos de los cuales ya han sido anunciados previamente, el primero y posiblemente más importante, son las propias economías políticas que favorecen y sustentan la dominancia fiscal. El segundo, la inestabilidad del sistema financiero y el mal manejo de riesgo. En tercer lugar, severos choques al sector externo en presencia de un reducido nivel de reservas internacionales y un elevado endeudamiento. Finalmente, todos los elementos relacionados con el “*fear to floating*” que se comentaron en el capítulo anterior.

Sin embargo, estos elementos no son las únicas amenazas a la flotación administrada. En la práctica, si se desea una mayor flexibilidad de la paridad, existe una limitación operativa que se enfrenta a la hora de definir la magnitud de los deslizamientos del tipo de cambio, en una u otra dirección. Esta dificultad se origina porque para los encargados de la política de intervención resulta complejo distinguir entre los movimientos del tipo de cambio que pueden ser atribuidos a un desvío en torno a la tendencia, de aquellas variaciones de la paridad que reflejan cambios en la tendencia misma. En estos casos, si las autoridades interpretan las alzas del tipo de cambio como el efecto de un shock transitorio, cuando en realidad tiene carácter permanente, dificultarán el ajuste de la economía. Es decir, impedirán el cambio de precios relativos necesario para corregir el desequilibrio del sector externo, desalineando el tipo de cambio real, al tiempo que debilitan la posición externa del sector público.

Otra de las amenazas que pudiera terminar por revertir o distorsionar el funcionamiento de la flotación administrada tiene que ver con el uso que se le

discriminación de precios, en lugar de estimular la inversión y el crecimiento de las exportaciones.

dé al tipo de cambio como instrumento para promover el crecimiento. Bajo un objetivo explícito y único de tipo de cambio real subvaluado, tanto el tipo de cambio nominal como la oferta monetaria se vuelven endógenas y se pierde el ancla nominal (cambiaria y monetaria). En este caso, la flotación desaparece, casi por definición, y se sustituye por una política de tipo de cambio real fijo superior al de equilibrio. Es decir, no se estaría bajo un régimen que permite que el tipo de cambio fluctúe alrededor de un equilibrio determinado por las fuerzas del mercado sino en un sistema con un tipo de cambio preestablecido por el Banco Central⁷⁶.

6.6 Conclusiones sobre la flotación administrada

El elemento fundamental para alcanzar el éxito en la gestión macroeconómica, y en particular de la flotación administrada, es la calidad de las instituciones, especialmente las que están relacionadas con la estabilidad de las finanzas públicas, del sector financiero y del mercado monetario (Calvo y Mishkin, 2003). En este sentido, ningún sistema cambiario puede actuar como sustituto de una política económica bien fundamentada, ni por sí mismo va a resolver los desequilibrios que ha traído consigo la macroeconomía del populismo, los cuales deben ser abordados desde la perspectiva del diseño institucional.

La flexibilidad cambiaria aparece entonces como una alternativa para enfrentar procesos de cambio estructural en un entorno donde el tipo de cambio real de equilibrio pudiera ser especialmente volátil. Pero la flotación manejada exige determinar cómo las especificidades de la economía venezolana condicionan las reglas de intervención en el mercado cambiario. En este capítulo se han explorado algunos de los condicionantes que determinarán el “tipo de flotación” que finalmente podría prevalecer y los requisitos institucionales que la deben enmarcar. Asimismo, se han enumerado algunos de los riesgos que atentan contra el funcionamiento del esquema y se han presentado los

⁷⁶ Bajo la flotación manejada la autoridad intenta influenciar en el tipo de cambio, pero sin tener una senda predeterminada o un objetivo explícito y esta intervención, puede ser directa o indirecta. (Dutttagupta, Fernández y Karacadag, 2005)

principales aspectos del debate relacionado con el uso del tipo de cambio como herramienta para transformar la estructura productiva.

Se concluye afirmando que, aunque las reglas específicas (tipo Taylor) que pudieran definir la naturaleza de la flotación difícilmente pueden ser identificadas ex ante, no parecen existir restricciones estructurales insuperables que impidan la aplicación de una flotación administrada del tipo de cambio en Venezuela. Por otra parte, no es obvio que la flotación pura sea “óptima en algún sentido” (Edwards, 2002), por el contrario, se presume que para una pequeña economía abierta de carácter petrolero es muy probable que se favorezca el mantenimiento de reglas basadas en índices de condiciones monetarias que incorporan el tipo de cambio en su función objetivo.

Estas reglas reflejarán la consideración de elementos idiosincráticos de la economía venezolana como la fuerte dependencia de las importaciones, el grado de desarrollo del sistema financiero o la apertura financiera (Ebeke y Fouejieu, 2015). Pero más allá de los aspectos técnicos que pudieran determinar las reglas de intervención bajo un esquema de flotación, debe tenerse presente que, debido a los enormes grados de vulnerabilidad de la economía, ninguno de los eventuales logros en materia de desinflación o crecimiento será sostenibles si no se reconoce la importancia de explicar y difundir en profundidad la necesidad de las reformas.

Síntesis y conclusiones

La política cambiaria de los últimos cincuenta años en Venezuela sugiere la presencia de incentivos que acotan el conjunto de opciones, así como el funcionamiento operativo del régimen que se selecciona y se impone. En particular, la adopción de tipo de cambio fijo ha sido un fenómeno recurrente en la historia económica de Venezuela; incluso en los pocos episodios donde el tipo de cambio exhibe alguna variabilidad, ésta se ha producido como una consecuencia de la adopción de controles de cambio, y por ende la aparición de un mercado paralelo, o mediante los sucesivos ajustes de la tasa oficial que las crisis finalmente suelen producir.

Examinando la evolución más reciente, la política cambiaria se acerca más a un tipo de cambio móvil que fijo, especialmente si se tiene en cuenta la periodicidad y las magnitudes en que se han modificado los tipos de cambio oficiales, y el rol que juega el tipo de cambio paralelo en la formación de las expectativas de los agentes económicos. Sin embargo, es de notar que esta “flexibilidad” aparece entonces como una “distorsión” más que como una decisión de política económica; lo que implica que aun, bajo estas circunstancias, no sea posible hablar de flotación.

En los hechos ha habido un sesgo a la apreciación del tipo de cambio real como consecuencia de la predominancia de importantes condicionantes muy vinculados a factores asociados a la economía política de los procesos de toma de decisiones, al manejo de los recursos públicos y, sobre todo, a la pugna distributiva entre los diferentes sectores y grupos sociales y políticos. Esta recurrente apreciación del tipo de cambio real ha sido, en buena medida, causante de importantes distorsiones en la asignación interna de los factores productivos, al punto de convertir a Venezuela en un país mono productor de hidrocarburos. Una especialización ineficiente que se produce no solo por la apreciación cambiaria, sino por la propia volatilidad del tipo de cambio real.

Un factor clave para entender la dinámica cambiaria en el país, es la persistente dominancia fiscal que ha condicionado al tipo de cambio a jugar el

papel de pieza clave para definir la estructura de ingresos y gastos del gobierno. En este sentido, no es exagerado afirmar que la política cambiaria y la política monetaria han abandonado el logro de sus principales objetivos y han pasado a ser resultados endógenos en la configuración de la política económica venezolana.

Si bien el tipo de cambio *de jure* ha sido fijo, la presencia por largo tiempo del último set de controles cambiarios, desde 2003, ha terminado haciendo fluctuar la moneda, pero bajo severas distorsiones. La acumulación en el tiempo de estas distorsiones provocó un eventual abandono del régimen cambiario y una crisis cambiaria, agudizada por el derrumbe de los precios del petróleo en 2014. No podía ser de otra manera dada la implementación de una política fiscal insostenible, con sus consecuentes efectos sobre la expansión monetaria y el sobreendeudamiento.

Debido a estos elementos, la situación cambiaria que prevalece hoy en Venezuela cumple con las condiciones suficientes para ser clasificada como un régimen en caída libre (*free falling exchange rate*). Es decir, una situación donde no hay un objetivo definido para el tipo de cambio, y el sistema de precios pierde funcionalidad a causa de la elevada inflación y rápida depreciación de la paridad nominal.

Una economía, donde el tipo de cambio entra en una senda de caída libre, como es nuestro caso, termina fluctuando al ritmo del tipo de cambio paralelo. En estas circunstancias, y en la medida que la tasa de inflación sigue su curso ininterrumpido de ascenso, la sobrevaluación real de las tasas de cambio oficiales se hace cada vez más pronunciada y el problema de la desalineación cambiaria más agudo. Como consecuencia, los costos en términos de ingreso y los efectos regresivos sobre la distribución de la riqueza resultan sustantivos, tal y como puede constatararse de múltiples maneras al observar la realidad en la que se encuentra la economía y la sociedad venezolana.

¿Cómo se puede superar esta crisis? La respuesta, como es bien sabido, no depende sólo de las decisiones de política cambiaria. La naturaleza y magnitud de los desequilibrios macroeconómicos exigen la formulación y ejecución de un programa de ajuste y reformas estructurales de largo aliento, que suponen cambios radicales en el régimen económico y político que prácticamente tocan todos los aspectos sustantivos que definen la política fiscal, monetaria, cambiaria y distributiva, además de una modificación sustancial en el marco de políticas y regulaciones referidas a la dimensión sectorial y espacial de la economía nacional. Es decir, un programa de estabilización y de crecimiento económico a largo plazo.

Además de la necesidad perentoria de estabilizar a la economía, en Venezuela se requieren modificaciones sustanciales en la forma como se asignan los recursos sectorial y espacialmente. Los cambios estructurales que están ocurriendo en el mercado petrolero mundial, que reducen el valor presente de esta actividad, aunado a los efectos que la prolongada crisis política ha tenido sobre la capacidad productiva interna, no sólo exigen modificaciones en la normativa legal, que modifiquen la relación entre el Estado, los inversionistas y la sociedad, sino también una nueva orientación de las políticas y en el uso de los instrumentos de política disponibles.

En este contexto es que, creemos, debe considerarse la redefinición del régimen cambiario y la evolución de las políticas que le son propias. En este sentido, existe un creciente consenso en torno a la necesidad de que el régimen cambiario en Venezuela evolucione hacia una mayor flexibilidad del tipo de cambio nominal, levantados los controles y consolidada la unificación de la tasa de cambio, como prerequisite para la implementación de un programa de reformas económicas.

Antes y durante la fase de unificación, un conjunto de acciones y reformas de impacto inmediato deben ponerse en práctica, entre ellas, constituir un fondo mínimo de reservas internacionales líquidas para lo cual se precisa: consolidar los activos líquidos de la República en el Banco Central de Venezuela; la venta

obligatoria de las divisas generadas por la comercialización y venta de crudo y derivados al Banco Central; la búsqueda de un crédito puente para atender las contingencias del mercado cambiario, la minimización de los gastos no financieros en dólares por parte del Sector Público y la eliminación de los monopolios gubernamentales al comercio exterior; la suspensión transitoria de las facilidades financieras por la venta de crudo y derivados a países de la región; la iniciación de la reestructuración ordenada de las obligaciones externas del sector público y la puesta en marcha de negociaciones para un programa de asistencia financiera con los organismos financieros multilaterales a fin de obtener fondos que permitan sostener el posterior esfuerzo de estabilización. Para adelantar y gestionar estas acciones se requiere, a su vez, proceder a una reforma temprana de la Ley que rige el funcionamiento del Banco Central de Venezuela, dotándolo de nuevo de autonomía operativa y de instrumentos para su actuación.

Naturalmente, mientras el problema inflacionario no sea del todo resuelto, la unificación debe conducir a un tipo de cambio de mercado que grave en una zona de sub-valoración, de modo que haya espacio para evitar el riesgo de apreciación por la inflación remanente y minimizar la probabilidad de ataques especulativos contra la moneda que obliguen a una contramarcha en el proceso de reformas.

Aunque durante esta fase la oferta de divisas no está regulada, la demanda se debe circunscribir a las necesidades comerciales, al pago de la deuda externa, y la remisión de dividendos empresariales. Es necesario, además, tener en cuenta que la unificación cambiaria permite cierto grado de desmonetización y ayuda a cerrar la brecha fiscal disminuyendo, simultáneamente, el financiamiento monetario. Ambos aspectos ayudarán, a su vez, a bajar la presión sobre la demanda de divisas.

Si el proceso de unificación cambiaria es exitoso, debe producirse una estabilización y/o reducción del *premium* entre la tasa oficial de mercado y el mercado paralelo, que ahora pasaría a ser legal. Este comportamiento sería un

signo inequívoco de que comienza a sembrarse credibilidad en el proceso de estabilización y reformas, requisito indispensable para poder avanzar hacia un régimen cambiario más flexible.

Al período inicial de salida ordenada, y unificación del tipo de cambio, debe seguir la fase de estabilización macroeconómica. En esta etapa se propone transitar a un régimen de bandas cambiarias, que debe formar parte de la ejecución de un programa de estabilización y reformas estructurales acordado con los organismos financieros multilaterales. El éxito de este régimen cambiario depende de la gestión eficaz de una serie de aspectos institucionales, operacionales y técnicos referidos en especial a las siguientes áreas: el funcionamiento del mercado de divisas, la política monetaria, la gestión del riesgo cambiario, la operatividad del Banco Central como agente del mercado de divisas y la capacidad para administrar los controles sobre los movimientos de capitales.

Durante la implementación de este régimen de bandas se deben crear las condiciones que permitan ir construyendo una transición exitosa a una flotación administrada, que sería el régimen cambiario objetivo para ser alcanzado a largo plazo. Entre estas condiciones caben destacar las siguientes: alcanzar un entorno macroeconómico estable con una tasa de inflación baja y predecible; minimizar la dominancia de la política fiscal sobre la política monetaria y cambiaria; la reducción significativa del *pass-through* del tipo de cambio; consolidar un mercado de divisas spot y a futuro desarrollado, competitivo y líquido, factor clave para reducir el temor a flotar; un Banco Central con una elevada capacidad para la gestión de un mercado de divisas y para definir y administrar una política monetaria basada en metas de inflación; contar con sistemas y regulaciones para gestionar eficazmente el riesgo cambiario en el sector público y privado; y un sistema financiero sólido y competitivo, regulado adecuadamente y poco vulnerable a la flexibilidad de la tasa de cambio, de las tasas de interés y a los movimientos de capitales.

El desarrollo de estas capacidades, instituciones y el marco regulatorio asociado, está sujeto a restricciones de secuencia y velocidad, por lo que el proceso óptimo de flexibilización del tipo de cambio nominal debe ser gradual; de otra manera, se elevan las probabilidades de reversión de la política cambiaria propuesta. En el contexto de una transición gradual y ordenada a una flotación administrada, se propone durante esta fase de estabilización operar con una banda horizontal, que posteriormente evolucione hacia una banda deslizante (*crawling band*) de amplitud móvil en el tiempo y definida a partir de una cesta de monedas que reflejen más adecuadamente la posición del país en el comercio exterior.

Durante esta etapa inicial del proceso de estabilización, la utilización del tipo de cambio como ancla nominal de precios pasa a ser un aspecto crítico para obtener credibilidad, al menos mientras se ganan espacios fiscales (Dornbusch, 1987). El papel de la banda horizontal tras un proceso hiperinflacionario puede ser crucial para reducir la inercia inflacionaria, incluso cuando la credibilidad es imperfecta. Por ejemplo, en el caso de Bolivia, se ha argumentado que la fijación cambiaria, que contribuyó con la estabilización en el corto plazo, fue posible a pesar de la escasa confianza en la habilidad del gobierno para mantener la paridad en el largo plazo (Sachs y Morales, 1988).

Obviamente, con el fin de hacer viable el tipo de cambio debe haber algún compromiso respecto al nivel de reservas disponibles para sostener la paridad en el corto plazo y se deben concretar las reducciones o, en el mejor de los casos, la completa eliminación del financiamiento monetario del déficit fiscal. Pero hay otros elementos a considerar, tales como el financiamiento externo y la subvaluación que resulta de la unificación cambiaria; estos son factores que pueden contribuir a reducir la probabilidad de un ataque especulativo y mantener la paridad.

Por ello, se ha llegado a afirmar que la estabilidad del tipo de cambio nominal pudiera ser una condición necesaria, más no suficiente para el éxito de la

estabilización macroeconómica. Así, por lo menos lo sostienen Dornbusch y Fischer (1986), tras analizar los intentos fallidos de estabilización de Alemania, Austria, Israel y Argentina, concluyendo que la estabilización exitosa comienza típicamente con una substancial devaluación durante las primeras etapas del programa. La inflación cede, de forma más o menos gradual, dependiendo de la credibilidad del programa y de las prácticas de indexación, mientras la tasa cambiaria permanece fija o cuasi-fija (banda horizontal) lo que implica una apreciación real que no deriva en mayores desequilibrios externos gracias a la subvaluación inicial.

La dinámica de la actividad económica durante esta etapa suele ser positiva, entre otras cosas, por las ganancias de productividad asociadas con la desinflación. De forma tal que es previsible una recuperación de los saldos reales, que parten de niveles mínimos debido al incremento en la velocidad de circulación del dinero asociada con el proceso hiperinflacionario previo. En este contexto, es necesario favorecer una remonetización de la economía, para lo cual la adopción del esquema cambiario propuesto puede actuar en doble sentido; como un punto focal para coordinar las expectativas de precios, y como un elemento que favorece la monetización (Dornbusch, Sturzenegger, Wolf y Fischer, 1990).

Desde luego toda en este proceso se asumen riesgos, en este caso inflacionarios o de insostenibilidad. El período de la banda horizontal debe terminar cuando la tasa de inflación se estabilice en niveles consistentes con las metas del programa de ajuste o cuando la apreciación real del tipo de cambio, producto de los diferenciales de inflación con los socios comerciales, amenace la competitividad y la credibilidad de la política cambiaria.

Uno de los aspectos críticos del éxito de la estrategia es evitar la inconsistencia intertemporal, que pudiera prolongar en exceso el mantenimiento de la banda horizontal estrecha o comprometer el nivel de reservas internacionales. Sin embargo, cuando la mejor y más efectiva comunicación de los objetivos del programa, la mayor fortaleza institucional (sobre todo la referida a la

independencia del banco central) y el compromiso político en torno a los objetivos desinflacionarios actúan de forma simultánea es posible transitar gradualmente hacia mayores grados de flexibilidad tal y como los muestran las experiencias de Chile, Israel, Bolivia o Brasil.

En contraste con la fase de la banda horizontal, donde el tipo de cambio nominal sigue jugando un importante rol como ancla nominal de precios, en la banda deslizante se adopta como objetivo explícito de la política cambiaria preservar la competitividad externa, evitando la apreciación cambiaria, ya que se supone que a estas alturas el anclaje de las expectativas de inflación ya no debería ser el centro de atención de la política cambiaria. Si el régimen cambiario es conducido con éxito, la creciente amplitud de la banda la va haciendo, de hecho, irrelevante y hace posible la transición natural y sin traumas a una flotación administrada del tipo de cambio.

Un aspecto de extraordinaria relevancia es que la creciente flexibilización del tipo de cambio exige rediseñar el régimen de política monetaria; que, si bien aún no estaría en capacidad de fijar metas de inflación durante la vigencia de las bandas cambiarias, sí podría fijar objetivos en términos de agregados monetarios como sustituto imperfecto del tipo de cambio como ancla nominal.

Este nuevo régimen monetario requiere un mercado financiero bien desarrollado, un mercado monetario de corto plazo y un mercado relevante de títulos públicos para que las tasas de interés puedan utilizarse como el mecanismo de transmisión fundamental de la política monetaria. Las acciones dirigidas a desarrollar estos mercados deberían comenzar tempranamente, incluso desde la puesta en operación de la banda horizontal.

La puesta en práctica de una política monetaria de metas de inflación deberá esperar la flotación administrada; intentar adoptar un “*inflation-targeting*” sin haber desarrollado la capacidad institucional y técnica, puede generar problemas de credibilidad sobre el programa de ajuste y reformas estructurales.

El período de estabilización macroeconómica finaliza una vez que: la inflación ha alcanzado niveles moderados y sostenibles; el nivel de reservas internacionales se considera suficiente dado el nivel de importaciones y el servicio esperado de la deuda externa; y el gasto público ha perdido buena parte de su carácter procíclico y de dominancia sobre la política cambiaria y monetaria. Además, la mayor institucionalidad debería expresar la materialización de las reformas que hacen posible: una sólida posición fiscal; un sistema financiero desarrollado y bien regulado; y un Banco Central independiente centrado en la estabilidad de precios que, además, comprende bien los canales de transmisión de la política monetaria y está en capacidad de proyectar con eficiencia la inflación.

La instauración de un régimen de flotación administrada del tipo de cambio, como ya se mencionó, es producto de una solución de continuidad de la flexibilización gradual canalizada a través de las bandas cambiarias, instauradas durante la fase de la estabilización. Bajo un régimen de flotación se supone que las autoridades no alterarán la tendencia del tipo de cambio, determinado por las fuerzas del mercado. Tampoco se debe reducir toda la volatilidad del tipo de cambio a corto plazo, pues ésta sirve para señalar los riesgos implícitos del mercado. Cuando exista un conflicto en el manejo de la tasa de interés con vistas al mantenimiento del equilibrio interno (inflación) o el externo (tipo de cambio real), el tema inflacionario se supone que será el prioritario.

Durante esta etapa, la flotación significa que las autoridades no anunciarán una tasa objetivo para el tipo de cambio, a la par que la política monetaria asume plenamente la función de ser el ancla nominal bajo un régimen de metas de inflación. Adicionalmente, es necesario desarrollar el marco regulatorio que permita manejar adecuadamente el riesgo, evitando ante todo el surgimiento de problemas vinculados con el descalce de monedas en el sector financiero.

En el contexto de un régimen de flotación administrada, la acumulación de reservas internacionales pasa a estar determinada por criterios esencialmente precautelativos asociados a la coyuntura esperada en el sector externo. Se supone que a estas alturas la política fiscal estaría en capacidad de perseguir objetivos anticíclicos, en un marco de transparencia y rendición de cuentas. Por otra parte, el sistema económico debería estar protegido contra los ciclos políticos y el uso de prácticas populistas. Finalmente, la cuenta de capitales debería estar operando con un mínimo restricciones, ya que la economía ha adquirido la suficiente fortaleza para lidiar con los movimientos de capital, incluso los de muy corto plazo.

Por último, podríamos decir que, si bien en la historia reciente del país los tipos de cambio fijo no han evitado la volatilidad de la actividad económica y del mercado monetario, la flexibilización cambiaria constituye una alternativa eficiente para el manejo de los choques externos, la recuperación de la política monetaria y un sistema que puede contribuir al desarrollo de los mercados, al fortalecimiento del sistema financiero y al crecimiento económico.

Sin embargo, no es obvio que la flotación pura sea, no sólo factible, sino óptima. Para una pequeña economía abierta de carácter petrolero, como es el caso de Venezuela, es posible administrar un régimen basado en ciertas reglas que definan objetivos específicos para la política cambiaria (flotación administrada) y la política monetaria (metas de inflación). Estas reglas, sin duda, tienen que reflejar la presencia de elementos idiosincráticos de la economía venezolana como la fuerte dependencia de las importaciones y la concentración de las exportaciones en pocos bienes, aspectos que seguirán caracterizando al sector externo venezolano.

En este documento se ha presentado la estrategia desinflacionaria como un proceso en el cual deben cumplirse ciertos requisitos o condicionantes que facilitan la transición a una mayor flexibilidad cambiaria. Sin embargo, conviene mencionar tres elementos que contribuyen a comprender el alcance y naturaleza de las reformas propuestas:

En primer lugar, las experiencias de políticas de estabilización son variadas y no es posible determinar a priori los tiempos que exige cada una de las etapas consideradas. Factores externos como los términos de intercambio o elementos internos como la gobernabilidad o la magnitud de los desequilibrios iniciales actúan a favor o en contra del cumplimiento de las metas, a veces acelerando los tiempos de las reformas y otras imponiendo restricciones de implementación. Por esta razón, no hemos intentado determinar tiempos precisos para el cumplimiento de cada una de las fases propuestas (unificación, bandas y flotación).

En segundo lugar, la credibilidad de los anuncios, la magnitud de las entradas de capital o el apoyo financiero multilateral son variables claves sujetas a gran incertidumbre, que solo son determinantes para el éxito o fracaso del programa a partir de ciertos umbrales. Por ejemplo, el retorno de capitales fue un hecho fortuito que contribuyó a la estabilización chilena durante los 90, pero tampoco es claro que su ausencia hubiese implicado un fracaso de la estrategia. En este sentido, no debe interpretarse que las condiciones de cada etapa descrita en este documento son obstáculos rígidos o insalvables para que la estabilización llegue a feliz término. Los prerrequisitos, que demarcan la transición a la flexibilidad, deben ser entendidos más bien, como una guía para orientar las acciones de política, ponderar los riesgos implícitos y dar seguimiento a los objetivos del programa.

Finalmente, conviene destacar que el conjunto de acciones que acompañan a la política cambiaria tiene un carácter normativo de carácter general. Es decir, que en mayor o menor medida las recomendaciones de política son extensibles a otras estrategias de desinflación. En particular, el fortalecimiento de la institucionalidad, la reducción de la prociclicidad fiscal, la reforma tributaria o las mejoras a la supervisión bancaria son requisitos que deben formar parte de la agenda económica de Venezuela independientemente de la estrategia de estabilización que se desee implementar. Es decir, que estas acciones u objetivos de política no son demandas exclusivas de la ruta propuesta en este

documento y el que las mismas acarren una mayor complejidad de implementación no implica que son obstáculos insalvables ni exime de su cumplimiento, tal y como han mostrado otras experiencias exitosas de estabilización.

Bibliografía

- Adler, G., y Tovar, C. E. (2014). Foreign exchange interventions and their impact on exchange rate levels. *Monetaria*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2 (1), 1-48.
- Alfaro, L., Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S., y Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: the role of local financial markets. *Journal of international economics*, 64 (1), 89-112.
- Agénor, P.R. y Flood, R. (1992). Unification of Foreign Exchange Markets. *IMF Staff Papers*, 39 (4), 923-947.
- Aghion, P., Bacchetta, P., Ranciere, R., y Rogoff, K. (2009). Exchange rate volatility and productivity growth: The role of financial development. *Journal of monetary economics*, 56 (4), 494-513.
- Aizenman, J., y Glick, R. (2008). Pegged Exchange Rate Regimes: A Trap? *Journal of Money, Credit and Banking*, 40 (4), 817-835.
- Alesina, A., y Drazen, A. (1989). Why are stabilizations delayed?. *National Bureau of Economic Research*, No. w3053.
- Alesina, A., Grilli, V., y Milesi-Ferrett, G. M. (1993). *The political economy of capital controls*. National Bureau of Economic Research, No. w4353.
- Alesina, A. y Rodrik, D. (1994). Política redistributiva y crecimiento económico. *Revista de Planeación y Desarrollo*, 30 (2).
- Alesina, A. y Tabellini, G. (1990). A positive theory of fiscal deficits and government debt, *Review of Economic Studies*, 57 (3), 403-414.
- Aron, J., y Elbadawi, I. (1992). *Parallel Markets, the Foreign Exchange Auction and Exchange Rate Unification in Zambia*, World Bank Policy Research Working Papers No. 909, Washington, DC: World Bank.
- Auty, R. (2001). *Resource Abundance and Economic Development*. Oxford: Oxford University Press.
- Aysan, A. F. (2006). The Role of Distribution of the Income Shares of Individuals in Tradables and Nontradables on Exchange Rate Fluctuations and Delay of Stabilizations.
- Bagella, M., Becchetti, L., y Hasan, I. (2006). Real effective exchange rate volatility and growth: A framework to measure advantages of flexibility vs. costs of volatility. *Journal of Bank and Finance* (30), 1149-1169.
- Ball, L. (1999). *Policy Rules for Open Economies*, in John B. Taylor, ed., *Monetary Policy Rules*. Chicago, Illinois: University of Chicago Press, 127-144.
- Balza, R. (2016). “¿Qué debemos responder antes de levantar el control de cambios? Recuperado de Prodavinci: <http://www.prodavinci.com>.

- Balza, R. (2017). La dolarización de Hanke y el bálsamo de fierabrás. Recuperado de Prodavinci: <http://www.prodavinci.com>.
- Bailliu, J., y Murray, J. (2003). Exchange Rate Regimes in Emerging Markets. *Bank of Canada Review*, 2002(winter), 17-27.
- Baxter, M., y Stockman, A. C. (1989). Business cycles and the exchange-rate regime: some international evidence. *Journal of monetary Economics*, 23 (3), 377-400.
- Benlialper, A., y Cömert, H. (2015). Implicit asymmetric exchange rate peg under inflation targeting regimes: the case of Turkey. *Cambridge Journal of Economics*, 40 (6), 1553-1580.
- Benlialper, A., y Cömert, H. (2015). *Central banking in developing countries after the crisis: What has changed?* IDEAs Working Papers, Vol. 395.
- Bertocchi, G., y Spagat, M. (1993). Learning, experimentation, and monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 32 (1), 169-183.
- Bhaduri, A., y Marglin, S. (December de 1990). Unemployment and the real wages: the economic basis for contesting political ideologies. *Cambridge Journal of Economics*, 14.
- Bordo, M. (2004). Exchange rate regimes for the 21st century: a historical perspective. Oesterreichische Nationalbank, Proceedings of OeNB Workshops, N° 3.
- Borensztein, E., De Gregorio, J., y Lee, J. W. (1998). How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of international Economics*, 45 (1), 115-135.
- Bove, V., y Nisticò, R. (2014). Military in politics and budgetary allocations. *Journal of Comparative Economics*, 42 (4), 1065-1078.
- Broda, C. (2004). Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries. *Journal of International Economics* (63), 31-58.
- Broz, J. L., Frieden, J., y Weymouth, S. (2008). Exchange rate policy attitudes: direct evidence from survey data. *IMF Staff Papers*, 55 (3), 417-444.
- Brunnschweiler, C. N., y Bulte, E. H. (2008). The resource curse revisited and revised: A tale of paradoxes and red herrings. *Journal of environmental economics and management*, 55 (3), 248-264.
- Bubula, A. y Otker-Robe, I. (2002). *The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de facto policies*. IMF Working Papers, WP/02/155. Washington, Dc.
- Calderón, C., y Schmidt-Hebbel, K. (2008). *Choosing an exchange rate regime*. Central Bank of Chile.

- Calvo, G., y Mishkin, F. (2003). *The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries*. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 9808, Cambridge, MA.
- Calvo, G., y Reinhart, C. (1999). Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization. *Finance and Development*, 36 (3).
- Calvo, G. A., y Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), 379-408.
- Calvo, G. A., Reinhart, C. M., y Vegh, C. A. (1995). Targeting the real exchange rate: theory and evidence. *Journal of Development Economics*, 47 (1), 97-133.
- Calvo, G. y Végh, C. (1994). Inflation Stabilization and Nominal Anchors, *Contemporary Economic Policy*, 12 (2), 35-45.
- Calvo, G., y Vegh, C. (1999). Inflation Stabilization and BOP Crisis in Developing Countries. En J. Taylor, y M. Woodford, *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 1). North-Holland.
- Carare, A., Schaechter, A., Stone, M., y Zelmer, M. (2002). Establishing initial conditions in support of inflation targeting. IMF
- Carriere-Swallow, Y., Jacome, H., Luis, I., Magud, N. E., y Werner, A. M. (2016). Central Banking in Latin America: The Way Forward.
- Céspedes, L., Chang, R. y Velasco, A. (2004). Balance Sheets And Exchange Rate Policy. *American Economic Review*, 94, 1183-1193.
- Clarida, R., Gali, J., y M. Gertler (1998). "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", *European Economic Review*, 42, 1042-1067.
- Clark, P., Tamirisa, N. y Wei, S. (2004). *Exchange rate volatility and trade flows-some new evidence*. IMF Working Paper. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Clarke, G. R. (2001). *How the quality of institutions affects technological deepening in developing countries*. Development Research Group, The World Bank
- Claro, S., y Soto, C. (2013). *Exchange rate policy and exchange rate interventions: the Chilean experience*. BIS.
- Collier, P. y Hoeffler, A. (2004). Greed and Grievance in Civil Wars. *Oxford Economic Papers*, 56, 563-595.
- Corden, W.M. (1981). The Exchange Rate, Monetary Policy and North Sea Oil. *Oxford Economic Papers*, 33, 23-46.
- Corden, W.M. y J.P. Neary (1982). Booming Sector and De-industrialization in a Small Open Economy. *Economic Journal*, 92, 825-848.
- Cote, A. (1994). *Exchange rate volatility and trade: A survey*. Working Paper 94-5, Bank of Canada.

- Coutinho, L. (2011). The resource curse and fiscal policy. *Cyprus Economic Policy Review*, 5 (1), 43-70.
- Chang, R., y Velazco, A. (1998). *Financial fragility and the exchange rate regime*. NBER Working Paper, no. 6469. Cambridge MA: National Bureau of Economic Research.
- Chapple, S. (1987). Economic shocks and fixed versus floating exchange rate question. *Reserve Bank Bulletin*, 50 (4), 306-309.
- Da Lin, J. (2005) The Factional Politics of Exchange Rate in China. School of International Relations and Pacific Studies, University of California, San Diego.
- Daude, C., Levy Yeyati, E. y Nagengast, A. (2014). *On the effectiveness of exchange rate interventions in emerging markets*. John F. Kennedy School of Government, Harvard University, CID Working Paper No. 288
- De Gregorio, J. (2006). *Esquema de Metas de Inflación en Economías Emergentes*. Banco Central de Chile, Serie de Documentos de Política Económica, no. 18, Santiago de Chile.
- De Gregorio, J. (2013). Capital flows and capital account management. *Rethinking Macro Policy II: First Step and Early Lessons Conference*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- De Rosa, D., y Iooty, M. (2012). *Are natural resources cursed? An investigation of the dynamic effects of resource dependence on institutional quality*. Policy Research Working Paper 6151, World Bank, Washington, DC.
- Delechat, C., Yang, S., Clark, W., Gupta, P., Kabedi-Mbuyi, M., Koulet-Vickot, M. y Zhdankin, D. (2015). *Harnessing Resource Wealth for Inclusive Growth in Fragile States*. International Monetary Fund WP/15/25, IMF Working Paper African and Research Departments.
- Demirguc-Kent, A., y Detragiache, E. (1998). *Financial liberalization and financial fragility*. International Monetary Fund and World Bank, Working Paper, Washington DC.
- Dixon, R., y Thirlwall, A. (1975). A model of regional growth rate differences on Kaldorian lines. *Oxford Economic Papers*, 27, 201-214.
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 84, 1161-1176.
- Dornbusch, R. (1982). Stabilization policies in developing countries: What have we learned? *World Development*, 10(9), 701-708.
- Dornbusch, R. (1987). *Lessons from the German Inflation Experience of the 1920s*. In *Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani*, edited by Rudiger Dornbusch, Stanley Fischer, and John Bossons. Cambridge, Mass.: MIT Press.

- Dornbusch, R., & Fischer, S. (1986). Stopping hyperinflations past and present. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 122(1), 1-47.
- Dornbusch, R., Sturzenegger, F., Wolf, H., Fischer, S. y Barro, R. J. (1990). Extreme inflation: dynamics and stabilization. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990 (2), 1-84.
- Domaç, I., y Mendoza, A. (2004). *Is There Room for Foreign Exchange Interventions under an Inflation Targeting Framework? Evidence from Mexico and Turkey*. World Bank Policy Research Working Paper No. 3288,
- Dominguez, K. M. (1998). Central bank intervention and exchange rate volatility. *Journal of International Money and Finance*, 17 (1), 161-190.
- Dordunoo, C. K. (1994). *The Foreign Exchange Market and the Dutch Auction System in Ghana*. Research Paper 24, Nairobi, African Economic Research Consortium.
- Diop, N., Marotta, D., y Melo, J. (2012). *Natural Resource Abundance, Growth, and Diversification in the Middle East and North Africa*. World Bank., Washington, D.C.
- Dixon, R. y Thirlwall, A. (1975). A Model of Regional Growth-Rate Differences on Kaldorian Lines. *Oxford Economic Papers*, 27 (2), 201-14.
- Durčáková, J. (2011). Foreign Exchange Rate Regimes And Foreign Exchange Markets In Transitive Economies. *Prague Economic Papers* (4), 309-328.
- Duttagupta, R., Fernandez, G., y Karacadag, C. (2004). *From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility*. International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/04/126, Washington, DC.
- Duttagupta, R., Fernández, G., y Karacadag, C. (2006). *Transición hacia un tipo de cambio flexible ¿Cómo, cuándo y a qué ritmo?* Fondo Monetario Internacional, Temas de Economía N° 38, Washington, DC.
- Duttagupta, R. y Otker-Robe, I. (2003). *Exits From Pegged Regimes: An Empirical Analysis*, IMF Working Paper, No. 03/147. Washington: International Monetary Fund).
- Easterly, W., y Levine, R. (1997). Africa's growth tragedy: policies and ethnic divisions. *The Quarterly Journal of Economics*, 112 (4), 1203-1250.
- Ebeke, C., y Fouejieu, A. (2015). *Inflation Targeting and Exchange Rate Regimes in Emerging Markets*. IMF Working Papers 15/228, International Monetary Fund.
- Edwards, S. (1989). *Real exchange rates in the developing countries: Concepts and measurement*. National Bureau of Economic Research, No. w2950.
- Edwards, S. (1996). *The determinants of the choice between fixed and flexible exchange-rate regimes*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 5756, Cambridge, MA.

- Edwards, S. (2001). *Dollarization and Economic Performance*. National Bureau of Economic Research, NBER, Working Paper, No. 8274, Cambridge, MA.
- Edwards, S. (2006). *The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited*. National Bureau of Economic Research, No. w12163.
- Edwards, S. (2011). Exchange-rate policies in emerging countries: eleven empirical regularities from Latin America and East Asia. *Open Economies Review*, 22(4), 533.
- Edwards, S., y Rigobon, R. (2009). Capital controls on inflows, exchange rate volatility and external vulnerability. *Journal of International Economics*, 78(2), 256-267.
- Edward, S., y Sevastano, M. (1999). *Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need To Know?* National Bureau Of Economic Research, Working Paper, No. 7228.
- Eichengreen, B. (1999). Kicking the Habit: Moving from Pegged Rates to Greater Exchange Rate Flexibility, *Economic Journal*, 108, 101-114.
- Eichengreen, B., y Hausmann, R. (2003). *Original Sin: The Road to Redemption*. En *Other People's Money*, editado por Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann. University of Chicago.
- Ericsson, N., Jansen, E., Kerbeshian, N. y Nymoen, R. (1998). *Interpreting a monetary conditions index in economic policy*. En Bank for International Settlements Conference Papers, Vol. 6.
- Evans, G. W., y Honkapohja, S. (2008). *Expectations, learning and monetary policy: An overview of recent research*. CDMA Working Paper, University of St. Andrews, n. 2.
- Fernández, A., Klein, M., Rebucci, A., Schindler, M., y Uribe, M. (2015). *Capital Control Measures: A New Data Set*. Working Paper, WP/15/80. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Fernández, L. (2009). *Flexibilidad de Precios en una Economía con Inflación: caso Venezuela*, Serie Documentos de Trabajo N° 107, Banco Central de Venezuela, Caracas.
- Fischer, S. (2001). Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? Distinguished Lecture on Economics in Government, *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 3-24.
- Flood, R., y Rose, A. (1995). Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals. *Journal of Monetary Economics*, 36(1), 3-37.
- Flores, A., y Guerrero, E. (2014). *El Tipo de Cambio Como Estabilizador del Ingreso Fiscal en Venezuela: una propuesta alternativa de fijación*. Universidad Católica Andres Bello, Escuela de Economía, Caracas, Venezuela.

- Fondo Monetario Internacional. (2001). *World Economic Outlook*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Frankel, J. A. (1999). *No single currency regime is right for all countries or at all times*. National Bureau of Economic Research, No. w7338.
- Frankel, J. (2003). *A Proposed Monetary Regime for Small Commodity-Exporters: Peg the Export Price ("PEP")*. John F. Kennedy School of Government, Faculty Research Working Papers Series. Boston, MA: Harvard University.
- Frankel, F. (2010). *A Comparison of Monetary Anchor Options, Including Product Price Targeting, for Commodity-Exporters in Latin America*. National Bureau of Economic Research, NBRE Working Paper, Cambridge, MA.
- Frankel, J. A. (2011). Choosing an exchange rate Regime. *Handbook of exchange rates*, 767-784.
- Frankel, J. A. (2011). *A solution to fiscal procyclicality: The structural budget institutions pioneered by Chile*. National Bureau of Economic Research, No. w16945.
- Frankel, J. A. (2012). *The natural resource curse: a survey of diagnoses and some prescriptions*. En *Commodity Price Volatility and Inclusive Growth in Low - Income Countries*, editado por Rabah Arezki, Catherine Pattillo, Marc Quintyn and Min Zhu. International Monetary Fund.
- Frankel, J., y Schreger, J. (2013). Over-optimistic official forecasts and fiscal rules in the eurozone. *Review of World Economics*, 149(2), 247-272.
- Frieden, J., Ghezzi, P., y Stein, E. (2000). *Politics and Exchange Rates: A Cross-Country Approach to Latin America*. Inter-American Development Bank, Recherche Network, Working Paper No. R-421.
- Frieden, J. y Broz, L. (2006). *The Political Economy of Exchange Rates*. En Weingast, B. y Wittman, D. *Oxford Handbook of Political Economy*. Oxford: Oxford University Press.
- Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. En *Essays in Positive Economics*. Chicago: University of Chicago Press.
- Gala, P., y Libanio, G. (2010). *Exchange Rate Policies, Patterns Of Specialization And Economic Development: Theory And Evidence In Developing Countries*. Sao Paulo, Brasil: Escuela de Economía de Sao Paulo, Textos para la Discusión, no. 211.
- Gallo, C. (2017). *Dolarización y pobreza en Venezuela*. Recuperado de Prodavinci: <http://www.prodavinci.com>.
- Gavin, M. y Perrotti, R. (1997). *Fiscal policy in Latin America*. En NBER Macroeconomics Annual 1997, B. Bernanke y J. Rotemberg (editores). Cambridge, MA: MIT Press, 11-71.

- Ghosh, A. R., Gulde, A. M., Ostry, J. D., y Wolf, H. C. (1997). *Does the nominal exchange rate regime matter?* National Bureau of Economic Research, No. w5874.
- Glick, R., y Hutchison, M. (2005). Capital controls and exchange rate instability in developing economies. *Journal of International Money and Finance*, 24(3), 387-412.
- Goldstein, M. (2002). *Managed Floating Plus*. Washington, DC: Institute for international Economics.
- Grilli, V., y Milesi-Ferretti, G. M. (1995). Economic effects and structural determinants of capital controls. *Staff Papers*, 42 (3), 517-551.
- Gupta, M., Segura-Ubiergo, M., y Flores, E. (2014). *Direct Distribution of Resource Revenues: Worth Considering?* IMF Staff Discussion Notes 14/5, International Monetary Fund.
- Harberger, A. (1983). Dutch Disease—How Much Sickness, How Much Boon? *Resources and Energy*, 5, 1–20, North-Holland.
- Hausmann, R. (2003). Venezuela's growth implosion: a neoclassical story? *In search of prosperity: Analytic narratives on economic growth*, 244-70.
- Hausmann, R., Gavin, M., y Stein, E. (1999). *Financial turmoil and choice of exchange rate regime*. Mimeo, Inter-American Development Bank.
- Hausmann, R. y Klinger, B. (2008). *Growth Diagnostics in Peru*. John F. Kennedy School of Government, Harvard University. CID Working Paper No. 181.
- Hausmann, R., y Rigobon, R. (2003). *An alternative interpretation of the 'resource curse': Theory and policy implications*. National Bureau of Economic Research, No. w9424.
- Hausmann, R. y Rodrik, D. (2003). Economic development as self-discovery. *Journal of Development Economics*, 72 (2), 603-633.
- Hausmman, R. y Santos M. (2017). *¿Cómo recuperar el bienestar de los venezolanos?*. Recuperado de Prodavinci: <http://www.prodavinci.com>.
- Heenan, G., Peter, M., y Roger, S. (2006). *Implementing inflation targeting: institutional arrangements, target design, and communications*. International Monetary Fund, WP/06/278.
- Hernández, M., Valero, J., y Días, M. (2007). *Perfil de riesgos del sistema bancario venezolano: aplicación de la metodología de stress testing*. BCV, Colección Economía y Finanzas, Serie Documentos de Trabajo, N 94. Caracas.
- Husain, A. M., Mody, A., y Rogoff, K. S. (2005). Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies. *Journal of monetary economics*, 52(1), 35-64.

- International Monetary Fund. (2016). *Economic Diversification in Oil-Exporting Arab Countries*. International Monetary Fund, Annual Meeting of Arab Ministers of Finance, Manama, Bahrain.
- Ilzetzki, E., Reinhart, C. M., y Rogoff, K. S. (2017). *Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?* (No. w23134). National Bureau of Economic Research.
- Ishii, S., Habermeier, K., Canales-Kriljenko, J., Laurens, B., Leimone, J., y Judit, V. (2002). *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*. International Monetary Fund, IMF Occasional Paper No. 211, Washington.
- Islam, R., y Montenegro, C. E. (2002). *What determines the quality of institutions?* Policy Research Working Paper Series 2764, The World Bank.
- Johnston, B., y Tamirisa, N. (1998). *Why do countries use capital controls?* International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/98/181, Washington, DC.
- Kamal Romero (2015) *El caso venezolano: dolarización y teoría macroeconómica*. Recuperado de Prodavinci: <http://www.prodavinci.com>.
- Kamal Romero (2017) *Una respuesta a "Dolarización y pobreza, de César Gallo"*. Recuperado de Prodavinci: <http://www.prodavinci.com>.
- Kaminsky, G. L., Reinhart, C. M., y Végh, C. A. (2004). When it rains, it pours: procyclical capital flows and macroeconomic policies. *NBER macroeconomics annual*, 19, 11-53.
- Kaminsky, G., Lizondo S. y Reinhart, C. M. (1998). "Leading Indicators of Currency Crises". *IMF Staff Papers*, 45, 1-48.
- Karacadag, C., Sundararajan, V., y Elliott, J. (2002). *Managing Risks in Financial Market Development: The Role of Sequencing*. International Monetary Fund, IMF Working Paper 03/116, Washington.
- Kiguel, A., y Levy-Yeyati, E. (2009). Back to 2007: Fear of appreciation in emerging economies. *VoxEU.org*, 29.
- Kiguel, M. y Liviatan, N. (1991). *Lessons from the Heterodox Stabilization Programs*, The World Bank, WPS 67, Washington D.C.
- Kiguel, M. y O'Connell S. (1994). *Parallel Exchange Rates in Developing Countries: Lessons from eight case studies*. Policy Research Working Paper 1265, The World Bank, Washington D.C.
- Korinek, A. y Servén, L. (2010). *Undervaluation through foreign reserve accumulation: static losses, dynamic gains*. Policy Research Working Paper Series, 5250. The World Bank.
- Krugman, P. (1979). A Model of Balance of Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking* (11), 311-325.

- Kuralbayeva, K. y Vines, D. (2006). *Terms of Trade Shocks in an Intertemporal Model: Should We Worry about the Dutch Disease or Excessive Borrowing?* CEPR Discussion Paper, No. 5857.
- Lahura, E., y Vega, M. (2013). Regímenes cambiarios y desempeño macroeconómico: una evaluación de la literatura. *Revista Estudios Económicos*, 26, 101-119.
- Lama, R., y Medina, J. (2010). *Is Exchange Rate Stabilization an Appropriate Cure for the Dutch Disease?* International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/10/182, Washington, DC.
- Larraín, F. y Velasco, A. (2002). How Should Emerging Economies Float their Currencies? *The Economics of Transition*, 10 (2).
- Levine, R., y Renelt, D. (1992). A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *The American economic review*, 942-963.
- Levy-Yeyati, E., y Sturzenegger, F. (2005). Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words. *European economic review*, 49(6), 1603-1635.
- Levy-Yeyati, E., y Sturzenegger, F. (2009). Fear of appreciation: exchange rate policy as a development strategy. *Monetary Policy Frameworks for Emerging Markets: Edward Elgar Publishing*, 69-94.
- Levy-Yeyati, E. y Sturzenegger F. (2010). *Monetary and exchange rate policies*, in D. Rodrik and M. Rosenzweig, eds., *Handbook of Development Economics*, Vol. 5, pp. 4215-4281.
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. y Reggio, I. (2010). On the endogeneity of exchange rate regimes. *European Economic Review*, 54(5), 659-677.
- Li, X., y Liu, X. (2005). Foreign direct investment and economic growth: an increasingly endogenous relationship. *World development*, 33(3), 393-407.
- Magud, N. E., y Sosa, S. (2010). *When and why worry about real exchange rate appreciation? The missing link between Dutch disease and growth*. IMF Working Paper, WP/10/271.
- Mansoorian, Arman. (1991). Resource Discoveries and “Excessive” External Borrowing. *The Economic Journal*, 101, 1497-1509.
- Manzano, O. y Rigobon, R. (2006). *Resource Curse or Debt Overhang?* En Daniel Lederman y William F. Maloney (Editores), *Natural Resources, Neither Curse nor Destiny*. Stanford: Stanford University Press and World Bank.
- Savastano, M., Masson, P. y Sharma, S. (1997). *The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*. IMF Working Paper No. 97/130. Washington, DC.
- McGlade, C., y Ekins, P. (2015). The geographical distribution of fossil fuels unused when limiting global warming to 2°C. *Nature*, 517, 187-190.

- McKenzie, M. (1999). The Impact of Exchange Rate Volatility on International Trade Flows. *Journal of Economic Surveys*, 13 (1), 71-106.
- Mehlum, H., Moene, K. y Torvik, R. (2006). Institutions and the Resource Curse, *The Economic Journal*, 116, 1-20.
- Melina, G., S.-C. S. Yang, y L.-F. Zanna. (2014). *Debt Sustainability, Public Investment, and Natural Resources in Developing Countries: the DIGNAR Model*. IMF Working Paper 14/50, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Mishkin, F. S. (2000). *Inflation targeting in emerging market countries*. National Bureau of Economic Research, No. w7618.
- Moghadam, R., y Canuto, O. (2011). *Managing Volatility in Low-Income Countries: The Role and Potential for Contingent Financial Instruments*. International Monetary Fund and World Bank.
- Mundell, R. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*, 51 (4), 657-665
- Mundell, R. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*(29), 475-485.
- Mussa, M. (1986). *Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications*. Carnegie-Rochester Conference Series, 25, págs. 117-213.
- Mussa, M., Masson, P., Swoboda, A., Jadresic, E., Mauro, P., y Berg, A. (2000). *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy*. International Monetary Fund, Occasional Paper N° 193 , Washington, DC.
- Neely, C. (2005). *An Analysis of Recent Studies of the Effect of Foreign Exchange Intervention*. Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper Series 2005-030B, St. Louis, MO
- Neely, C. (2011). A Foreign Exchange Intervention in an Era of Restraint, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93(5), 303-324.
- Obstfeld, M., y Rogoff, K. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 73-96.
- Obstfeld, M., Ostry, J. y Qureshi, M. (2017). *A Tie That Binds: Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies*. IMF Working Paper No. 17/130.
- Ostry, J., Atish, R., Ghosh, K., Chamon, M., Mahvash, S., y Reinhardt, D. (2010). *Capital Inflows: The Role of Controls*. IMF Staff Position Note, SPN/10/04. Washington, DC.
- Ötoker-Robe, I., y Vávra, D. (2007). *Moving to Greater Exchange Rate Flexibility Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences*. International Monetary Fund, Occasional paper no. 256, Washington, DC.

- Ozturk, I. (2006). Exchange Rate Volatility And Trade: A Literature Survey *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, 3 (1), 85-102.
- Palma, P. (2003). *El control cambiario venezolano de 2003*. Academia Nacional de Ciencias Económicas, Caracas.
- Palma, P. (2015). *Tipo de cambio libre*. Recuperado de: <http://www.cesarmiguelrondon.com>.
- Pérez, F. (2013) *Propuesta cambiaria para salir de la crisis*. Recuperado de: <https://www.aporrea.org/actualidad/a174558.html>
- Pinto, B. (1998). *Black Market Premia, Exchange Rate Unification, and Inflation in Sub-Saharan Africa*, World Bank Working Papers, WPS 37, Washington, DC: World Bank.
- Poirson, H. (2001). *How do countries choose their exchange rate regime?* IMF Working papers, WP/01/46.
- Pontines, V., y Rajan, R. (2008). "Fear of Appreciation" not "Fear of Floating"? *Foreign Exchange Market Intervention in Emerging Asia*. Unpublished Working Paper (Fairfax, VA: George Masson University).
- Pontines, V., y Siregar, R. Y. (2012). Fear of appreciation in East and Southeast Asia: the role of the Chinese renminbi. *Journal of Asian Economics*, 23 (4), 324-334.
- Poplawski-Ribeiro, M., Villafuerte, M., Baunsgaard, M., y Richmond, C. (2012). *Fiscal frameworks for resource rich developing countries*. International Monetary Fund, Staff Discussion Note, SDN/12/04.
- Reinhart, C.M. y Rogoff, K. (2004). The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation. *Quarterly Journal of Economics*, 119 (1), 1-48.
- Reinhart, C. M., y Santos, M. A. (2016). From Financial Repression to External Distress: The Case of Venezuela. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52 (2), 255-284.
- Ricci, L., Lee, J., y Milesi-Ferrett, G. (2008). *Real Exchange Rates and Fundamentals : A Cross-Country Perspective*. International Monetary Fund, Working Paper No. 08/13 , Washington.
- Rickne, J. (2009). *Oil Prices and Real Exchange Rate Movements in Oil-Exporting Countries: The Role of Institutions*. Research Institute of Industrial Economics, IFN Working Paper No. 810, Stockholm, Sweden.
- Robinson, J., y Torvik, R. (2005). White Elephants, *Journal of Public Economics*, 89, 197-210.
- Rodríguez, F. (2016). *Proponen ajustes graduales para equilibrar al mercado cambiario venezolano*. Recuperado de: <https://elpitazo.com>.

- Rodrik, D. (2000). How Far Will International Economic Integration Go? *Journal of Economic Perspectives*, 14 (1), 177-186.
- Rodrik, D. (2003). Institutions, integration, and geography: In search of the deep determinants of economic growth. In *Search of Prosperity: Analytic Country Studies on Growth*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Rodrik, D. (2008). The real exchange rate and economic growth. *Brookings papers on economic activity*, 2008(2), 365-412.
- Rogoff, K., Aasim, H., Ashoka, M., Brooks, R., y Oomes, N. (2003). *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*. International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/03/243, Washington, DC.
- Rogoff, K., Husain, A., Mody, A., Brooks, R. y N. Oomes (2003). *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*. IMF Working Paper, No. 03/243. Washington: International Monetary Fund.
- Sachs, J., Morales, J. A., Evenson, R. E., da Cruz, E. R., Avila, A. F. D., Palma, V. y Khan, M. (1988). *Bolivia 1952-1986* (No. E10 S123 CDP-1686). International Center for Economic Growth, San Francisco, Calif.(EUA).
- Sala-i-Martin, X. X. (1997). I just ran two million regressions. *The American Economic Review*, 178-183.
- Santos, M. (2015). *Cómo levantar el control de cambio: una hoja de ruta*. Recuperado de: <https://w.w.w.prodavinci.com>.
- Sarno, L., y Taylor, M. P. (2001). Official intervention in the foreign exchange market: is it effective and, if so, how does it work? *Journal of Economic Literature*, 39(3), 839-868.
- Schaechter, A., Stone, M. R., y Zelmer, M. (2000). *Practical Issues in the Adoption of Inflation Targeting by Emerging Market Countries* (unpublished), International Monetary Fund (August).
- Schliesser, R. (2003). *Regímenes Cambiarios para Economías Ricas en Recursos Naturales; Algunas Ideas para la Elección Óptima del Régimen Cambiario en Venezuela*. *Foros* 8 (págs. 203-229). Caracas, Venezuela: Banco Central de Venezuela.
- Schoenmaker, D. (2011). The financial trilemma. *Economics Letters*, 111, 57-59.
- Sérven, L. y Solimano, A. (1993). Debt crisis, adjustment policies and capital formation in developing countries: Where do we stand? *World Development* (21), 127-140.
- Setser, B. (2007). *The Case for Exchange Rate Flexibility in Oil-Exporting Economies*. Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, No. PB07-8, Washington, DC.
- Shamloo, M. (2005). *Are Oil Prices a Suitable Monetary Policy Anchor for the GCC countries*. Kennedy School of Government, Harvard University, Cambridge, MA.

- Shogo, I., Canales, J., Guimaraes, R. y Karacadag, C. (2006). *Official Foreign Exchange Intervention*. International Monetary Fund, Occasional Paper, Washington, DC.
- Skaperdas, S. (2002). Warlord competition, *Journal of Peace Research*, 39, 435-446.
- Sokoloff, K. y Engerman, S. (2000). Institutions, Factor Endowments, and Paths of Development in the New World, *Journal of Economic Perspectives* 14, 217-232.
- Stein, E. H., Frieden, J., y Ghezzi, P. (2000). *Politics and Exchange Rates: A Cross-Country Approach to Latin America*. Inter-American Development Bank, Research Department, No. 3119.
- Tornell, A., y Lane, P. R. (1998). Are windfalls a curse? a non-representative agent model of the current account. *Journal of International Economics*, 44 (1), 83-112.
- Turnovsky, S. (1976). The relative stability of alternative exchange rate systems in the presence of random disturbances. *Journal of Monet, Credit and Banking*, 8, 29-50.
- Uribe, M. (2003). Real exchange rate targeting and macroeconomic instability. *Journal of International Economics*, 59 (1), 137-159.
- Van der Ploeg, R. (2006). *Challenges and opportunities for resource rich economies*. Centre for Economic Policy Research, CEPR Discussion Paper No. 5688.
- Van der Ploeg, F. (2011). Natural resources: Curse or blessing? *Journal of Economic Literature*, 49 (2), 366-420.
- Van der Ploeg, F., y Poelhekke, S. (2009). Volatility and the natural resource curse. *Oxford economic papers*, 61 (4), 727-760.
- Van der Ploeg, F., y Venables, A. J. (2011). Harnessing Windfall Revenues: Optimal Policies for Resource-Rich Developing Economies. *The Economic Journal*, 121(551), 1-30.
- Van Wijnbergen, S. (1984), The 'Dutch Disease': A Disease After All? *Economic Journal*, Vol. 94, No. 373, 41-55.
- Vega, M., y Lahura, E. (2013). Regímenes Cambiarios y Desempeño Macroeconómico. *Revista Estudios Económicos*(26), 101-119.
- Velazco, A. (2000). *Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Now?* United Nations Conference on Trade and Development, New York.
- Williamson, J. (2000). *Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option*. Peterson Institute, Vol. 60.

- Wills, S., y Ploeg, R. (2014). *Why Do So Many Oil Exporters Peg Their Currency? Foreign Reserves As A De-facto Sovereign Wealth Fund*. RES-SPR Conference on Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Woodford, M. (2009). *Is an undervalued currency the key to economic growth?* Columbia University, Department of Economics Discussion Paper, N° 0809-13.
- Yavari, K. (2002). *The Effects of Exchange Rate Unification Policy on Black Market Premium, Inflation and Real Exchange Rates in Iran*, International Conference in Economics, Ankara.
- Zambrano Sequín, L. (2010). *Estructura e incidencia de la política fiscal en Venezuela*. Universidad Católica Andrés Bello.
- Zambrano Sequín, L. (2017). *Consideraciones sobre la transición económica, la velocidad de los ajustes y la secuencia de las reformas*. En R. Balza y H. García (coordinadores). Fragmentos de Venezuela (469-484). Caracas: Publicaciones UCAB.