



## Capítulo 8

# Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina

Mario Damill  
Oscar Dancourt  
Roberto Frenkel  
Editores



**BIBLIOTECA NACIONAL DEL PERÚ**  
**Centro Bibliográfico Nacional**

339.5098 D Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina / Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel, editores.-- 1a ed.-- Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018 (Lima: Tarea Asociación Gráfica Educativa).  
357 p.: diags.; 21 cm.

Incluye bibliografías.  
D.L. 2018-09352  
ISBN 978-612-317-380-7

1. Macroeconomía - América Latina - Ensayos, conferencias, etc. 2. Política monetaria - América Latina 3. Crisis económica - América Latina 4. Bancos centrales - América Latina 5. América Latina - Política económica I. Damill, Mario, 1952-, editor II. Dancourt, Oscar, 1950-, editor III. Frenkel, Roberto, 1942-, editor IV. Pontificia Universidad Católica del Perú.

**BNP: 2018-419**

*Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina*

Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel, editores

© Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018

Av. Universitaria 1801, Lima 32, Perú

feditor@pucp.edu.pe

www.fondoeditorial.pucp.edu.pe

Diseño, diagramación, corrección de estilo  
y cuidado de la edición: Fondo Editorial PUCP

Primera edición: julio de 2018

Tiraje: 500 ejemplares

Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio,  
total o parcialmente, sin permiso expreso de los editores.

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2018-09352

ISBN: 978-612-317-380-7

Registro del Proyecto Editorial: 31501361800681

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa

Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú

# EN BÚSQUEDA DE LA ESTABILIZACIÓN Y LA RECUPERACIÓN: POLÍTICA MACROECONÓMICA Y REFORMAS EN VENEZUELA

Leonardo Vera<sup>1</sup>

## INTRODUCCIÓN

Venezuela se encuentra actualmente en una severa crisis macroeconómica con pocas perspectivas de recuperación económica a corto plazo a menos que un programa integral se encargue de corregir los desequilibrios de los balances macroeconómicos, distorsiones de precios relativos y disfunciones institucionales en el futuro cercano. A pesar de todas las ganancias inesperadas que la economía del país registró durante el pasado superciclo del precio del petróleo, la mala administración macroeconómica y una gobernanza frágil de los ingresos del petróleo han llevado a un problema de liquidez externa severa, que incrementó la escasez de insumos intermedios y bienes de consumo, una inflación gigantesca y una caída muy fuerte del gasto interno.

---

<sup>1</sup> Este artículo fue preparado para el taller «Bancos centrales en América Latina: en búsqueda de estabilidad y desarrollo» organizado por CEDES y PUCP en Lima en mayo de 2016. El autor agradece enormemente sus muy beneficiosas conversaciones con Francisco Saez y Maikel Bello sobre los temas relacionados con este estudio. También desea agradecer la ayuda de Jorge Sarmiento y Jorge Corro.

El auge de los productos básicos y el control estatal de la mayor renta del petróleo, característica del régimen de Hugo Chávez por más de una década, en vez de preparar la economía para resolver su volatilidad crónica y vulnerable dependencia de los ingresos externos provenientes del petróleo, han llevado a un modelo basado en una expansión fiscal masiva que ha acentuado el rol del estado en la economía y ha expandido un sistema complejo de regulación y controles del sector privado. Además, mientras se desarrollaba el auge petrolero, la restauración progresiva del enorme superávit de cuenta corriente también generó incentivos para fijar la moneda. Las autoridades gubernamentales y el Banco Central, obsesionados con la inflación, mantuvieron la tasa de cambio estable como un ancla nominal contra la inflación. Sin embargo, con la inflación fuera de control, la sobrevaloración del tipo de cambio exacerbó las inconsistencias de política en vez de que las políticas fueran de ayuda.

Durante más de una década Venezuela no pudo detener su condición crónica de exportadora de capital a pesar de los estrictos controles cambiarios que el gobierno ha mantenido desde febrero de 2003. El escalamiento de los flujos de salida del capital neto coincidió con el alza de flujos de superávit en cuenta corriente, lo que ilustra el denominado efecto de «puerta rotatoria». Los mayores ingresos petroleros también fueron catalizadores en la toma de decisiones centralizada y una nueva estructura de gobernanza que llevó a un deterioro generalizado de la institucionalidad. Al final, las inconsistencias en política y el deterioro institucional explican por qué Venezuela, a diferencia de otros países latinoamericanos y a pesar de su recurrente superávit en cuenta corriente, no logró acumular mayores reservas internacionales que le sirvieran de protección.

Por lo tanto, cuando los precios del petróleo comenzaron a caer en la segunda mitad del 2014, la economía venezolana se encontraba mal posicionada y cuando el presidente Maduro llegó al poder, un año antes, efectivamente heredó un país en la desgracia económica.

La caída de los precios del petróleo trajo a su fin un periodo de estabilidad de cuatro años con un precio del petróleo de US\$ 105 por barril (bbl). El declive, que es mucho más amplio que el de los índices de precios de productos básicos no petroleros en comparación a los picos de inicios de 2011, puede ser signo del final del superciclo de precios. El declive del precio petrolero se ha producido en un momento crucial para Venezuela. Actualmente el petróleo representa casi el 96% de los ingresos de exportación y por lo tanto un declive de su precio ya está afectando la capacidad del país de importar y de cumplir con sus obligaciones de deuda externa. En comparación con el precio petrolero promedio que la canasta venezolana tenía en 2014 (US\$ 88,4/bbl), el precio actual cayó en 68% en 2016.

Imaginar los futuros precios del petróleo es una tarea interesante y necesaria, pero difícil. Así, como para cualquier producto básico almacenable, las condiciones subyacentes de oferta y demanda de petróleo determinan las tendencias de largo plazo en los precios, aunque los movimientos de corto plazo en el mercado, las reacciones del mercado y las expectativas también ejercen una influencia. Esto último implica que los precios del petróleo pueden responder de manera rápida a noticias sorprendentes, incluso antes de que sucedan cambios reales. Un breve análisis de los factores de demanda indica que el bajo precio de hoy es beneficioso para el crecimiento económico global y contribuirá positivamente al mismo durante los dos próximos años, aproximadamente.

En términos de actividad económica, la economía de los Estados Unidos está creciendo más que la de sus pares y, como resultado, las expectativas de que aumente la tasa de interés estadounidense han aumentado, mientras que la política monetaria seguirá siendo muy expansiva en la mayor parte de economías desarrolladas. El dólar, consecuentemente, se va a reforzar en relación con otras monedas importantes, lo que deprimirá la demanda mundial de petróleo. Pero una tasa de cambio más débil permite una tasa competitiva a otros bloques globales, y junto con el menor precio del petróleo y bajas

tasas de interés, la Eurozona y Japón tienen una oportunidad para volver a tasas de crecimiento algo más importantes. India debe crecer más rápido que China, en donde el crecimiento está desacelerándose y estabilizándose por debajo del objetivo oficial de aproximadamente 7%. Sin embargo, estos eventos están siendo compensados en cierta medida por una menor actividad en muchas otras economías emergentes como Brasil y Rusia, debido a problemas internos en Brasil y sanciones económicas en el caso de Rusia.

Del lado de la oferta, los productores petroleros parecen estar dispuestos a conversar de un posible congelamiento de producto. Además, existen señales de que la fuerza del mercado —delante de cualquier iniciativa de restricción de la producción— está siendo efectiva y que productores de costo más elevado están cortando producto. Esto puede explicar la reciente recuperación de los precios del petróleo internacionales, sin embargo, esto no debería tomarse como un signo definitivo de que lo peor ha terminado necesariamente.

A pesar de que existen signos de que los precios del petróleo pueden haber tocado fondo, el camino futuro sigue siendo incierto. La Agencia de Información de Energía de los Estados Unidos estimó que el precio del Brent empezaría a recuperarse a final del año 2016, a un ritmo lento, para alcanzar eventualmente US\$ 80 por barril al final del 2020. La «Perspectiva Económica Mundial» (World Economic Outlook) del FMI predice que el Brent se encontrará en US\$ 66 en el 2020. Sin embargo, es importante señalar que un retorno a los US\$ 100 por barril no se espera antes del 2030 (AIE, 2015).

Este escenario comparativo para la evolución de los precios del petróleo puede generar preocupación e indica dificultades crecientes para Venezuela. El creciente servicio de la deuda externa ha agravado la restricción de tasa de cambio y ha dejado en el caos las finanzas externas y públicas de la Venezuela de hoy. La regla de cierre para resolver la restricción externa se ha basado en la compresión de las importaciones vía restricciones cuantitativas. El racionamiento de moneda externa

a través de un complejo sistema de control de cambio multiniveles ha dado lugar a presiones en el mercado negro y debilitado el tipo de cambio paralelo. Así como sucede a menudo con los controles de tipo de cambio, este mercado paralelo se vuelve muy significativo y dominante. Por lo tanto, la compresión de las importaciones y las mismas dinámicas del tipo de cambio paralelo llevaron de manera rápida y casi simultánea a una escasez drástica de bienes de consumo básicos y de importaciones intermedias esenciales para el sector productivo, y han dado lugar a una gran contracción de la actividad económica e inflación acelerada.

Nuestro trabajo sostiene que la situación actual de la economía venezolana puede entenderse mejor como un resultado del juego entre las escaseces de divisas y el desequilibrio de la economía interna, con una inflación acelerada que juega un rol facilitante. A pesar de que la economía venezolana se caracteriza por un exceso de capacidad, la mayor restricción para la producción local a corto y mediano plazo no es la demanda agregada, sino la disponibilidad de insumos intermedios, materias primas y partes y repuestos, que son mayormente importados. Como la economía ha perdido la capacidad de importar todos los insumos intermedios que se necesita, el producto interno ha terminado restringido por la disponibilidad de divisas. Además, ya que el modelo ha llevado a la economía fuera de los mecanismos de mercado para la fijación de precios y la regulación de la producción y la distribución de muchos bienes, los incentivos clave para la producción interna también han desaparecido.

En este contexto los intentos de las autoridades de llenar la brecha fiscal, por ejemplo, a través de una expansión de la base monetaria (y de la demanda agregada), va a dar como consecuencia un espiral de incremento de precios, así como un mayor exceso de demanda en el mercado de moneda como mecanismos clásicos de respuesta a la demanda. Mientras la inflación se incrementa, la sobrevaloración de la moneda empeora. Además, una mayor demanda de divisas significa mayores presiones para devaluar. Con una mayor sobrevaloración

de la moneda y mayores presiones en el mercado cambiario externo, empiezan a desarrollarse expectativas de una devaluación significativa y las mayores presiones en el mercado cambiario paralelo pueden ser señal de una mayor inflación y mayor escasez de monedas duras y de bienes intermedios y finales.

Por lo tanto, en el actual caso venezolano, tanto la balanza de pagos como la oferta de la economía son limitaciones vinculantes, y esta última da lugar en gran medida a la escasez de importaciones intermedias y materias primas. En este contexto, y dado el escenario actual de precios del petróleo, la evolución económica en los próximos años dependerá, entre otras cosas, de cómo se gestionan o de cómo se manejan estas restricciones, y de cómo se supera la baja inducida que la economía registra desde 2014.

Si bien no se sabe si los precios del petróleo van a aumentar sustancialmente en el corto a mediano plazo, Venezuela está haciendo lo poco que puede para restablecer equilibrios macroeconómicos básicos y para evitar un choque de ingresos vinculados a las exportaciones que están descolocando su economía dependiente del petróleo<sup>2</sup>. Basándonos en factores que vamos a explicar posteriormente, no podemos eliminar la posibilidad de que Venezuela agote sus recursos y deje de pagar su deuda en los próximos años, cuando el servicio de deuda llegue a su máximo en el corto plazo. Por supuesto, las cosas podrían ponerse peor si los precios del petróleo continúan bajos. Con los US\$ 28 de precio promedio al cual se vende el petróleo venezolano el día de hoy, las necesidades de financiamiento habrían llegado a US\$ 32,9 mil millones en el 2016.

En este contexto y mirando al futuro, este estudio formula y evalúa un conjunto coherente de macropolíticas y amplias reformas para la economía de Venezuela, que en combinación con una serie de reglas

---

<sup>2</sup> Un obstáculo mayor para la implementación de un programa coherente de estabilización y reforma es la ausencia de voluntad política de ceder el monopolio del poder a los mercados. Pero este es un aspecto de política económica del proceso de reforma que no vamos a tratar en este estudio.

para la gestión de los ingresos del petróleo pueden llegar solucionar varios desequilibrios clave y lograr la estabilización (en el sentido amplio del término) tan pronto como sea posible. Por estabilización este trabajo se refiere a la restauración del equilibrio externo —usando una regla de cierre menos perniciosa—, y el regreso a un entorno de baja inflación, recuperación de la actividad económica a niveles normales y eliminar la escasez de bienes.

El plan del documento es el siguiente. En la segunda sección se presentan propuestas para lidiar con las restricciones externas. Sostenemos que entender bien las causas y la naturaleza de las restricciones de divisas requiere descubrir una serie de factores de política interna que van más allá de la caída de los precios del petróleo. Este análisis nos llevará a la conclusión de que las acciones deberían estar orientadas en dos direcciones: primero, la economía venezolana necesita un sistema cambiario operativo que incluya una política cambiaria y, en segundo lugar, los beneficios de un sistema cambiario que funcione no pueden alcanzarse sin una masa crítica de recursos suficiente para compensar el bajo nivel actual de reservas internacionales. En la tercera sección nos concentramos sobre el control de la inflación. Este es un factor clave para el éxito y la sostenibilidad de un sistema cambiario que funcione y tenga las políticas orientadas hacia la relajación de la restricción de divisas. Además, un entorno de inflación baja y predecible haría que la información que envía el sistema de precios y el conjunto de incentivos se vuelvan nuevamente útiles. Nuestro punto de vista aquí es que los elementos esenciales que deberían ser incluidos desde el inicio en un paquete de política antiinflacionaria no pueden ser determinados por anticipado usando una lógica limitada. La investigación empírica parece sugerir que múltiples y complejos factores afectan el comportamiento de los precios internos en Venezuela. Por lo tanto, suprimir la inflación implica adoptar una secuencia de medidas integrales que, entre otras cosas, implica una reforma monetaria. La cuarta sección nos lleva a navegar en aguas desconocidas. Delinea y discute una serie de medidas

del lado de la oferta que pueden promover la recuperación. Finalmente, el último segmento presenta y debate una visión general estilizada del enfoque de política monetaria y fiscal que puede ser consistente con los principales objetivos de política.

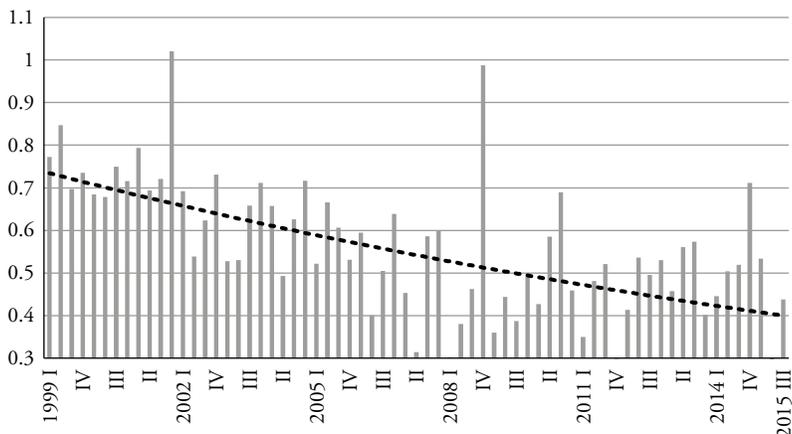
### **MANEJANDO LA RESTRICCIÓN EXTERNA**

La capacidad de la economía venezolana de responder al equilibrio externo y superar la compresión de importaciones está restringida actualmente por una amplia gama de factores: una gobernanza discrecional y políticamente orientada de los ingresos petroleros, el nivel relativamente bajo de reservas internacionales, el servicio de deuda externa extremadamente alto y concentrado, y fuentes limitadas de financiamiento externo. Antes de lidiar con las opciones que tenemos a la vista, Venezuela tiene que aliviar la restricción externa y para empezar concentraremos nuestra atención en cada uno de estos factores.

#### **Mal manejo interno: fuente clave de la restricción externa**

Para explicar la pérdida de control durante el auge petrolero y la restricción externa actual, se han planteado preguntas básicas particularmente importantes acerca del contrato explícito entre el Banco Central y la compañía petrolera nacional, Petróleos de Venezuela S.A. (PDVSA), sobre la entrega de divisas extranjeras y en cuanto a las cantidades adecuadas de reservas internacionales. Una reforma de los estatutos del Banco Central del país que se llevó a cabo en 2005 modificó el equilibrio de poder entre estas dos instituciones públicas y desde entonces la compañía petrolera adquirió más flexibilidad para responder a los pedidos del gobierno de recibir pagos en monedas extranjeras y en transferir recursos de divisas a fondos del gobierno y otras solicitudes del gobierno. El gráfico 1 muestra cómo PDVSA, a lo largo de los años, ajustó gradualmente la porción (como porcentaje de las cuentas petroleras) de las cuentas de divisas al Banco Central.

Gráfico 1. Ventas de PDVSA de divisas al Banco Central, 1999:1 a 2015:3



Fuente: Banco Central de Venezuela.

Además, como parte de la denominada «diplomacia petrolera» se firmaron varios acuerdos asimétricos con la República Popular de China y otros países de América Latina —a cambio de bienes, servicios y préstamos— con efectos de corto plazo en los flujos de caja de PDVSA<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> El contrato petrolero más importante, el contrato de préstamo por petróleo con China, establece cuatro líneas de crédito para infraestructura, proyectos petroleros, vivienda e importaciones de bienes duraderos de consumo que se pagan con barriles de petróleo. Venezuela y la compañía petrolera nacional PDVSA han firmado grandes contratos de préstamos que sumaron cerca de US\$ 50 mil millones de 2007 a 2015. A pesar de que aproximadamente US\$ 20 mil millones han sido pagados con petróleo, siguen pendientes una serie de obligaciones con algunas instituciones chinas —el Banco de Desarrollo China (CDB), Eximbank, y el Banco Industrial y Comercial de China—. PetroCaribe, el programa energético más importante de la región, consiste en un sistema financiero progresivo que proporciona seguridad y alivio energético ante los altos precios de la energía a naciones que importan energía de América Central y el Caribe. Los países que compran petróleo y productos petroleros de Venezuela y el diferencial entre el precio del mercado y precio descontado referencial se torna en un préstamo en términos concesionales. Históricamente y mientras los precios del petróleo estaban cerca de US\$ 100 por barril, los países beneficiarios pagaban un monto inicial de 40% en efectivo del petróleo, mientras que la parte restante de la cuenta se convertía en un préstamo a 25 años al 2% con una moratoria de dos años sobre los pagos.

De hecho, así como podemos verificar en la tabla 1, durante los últimos seis años (desde el 2011) Venezuela ha estado pagando en promedio US\$ 6,4 mil millones en servicio de deuda a los bancos chinos. Todos estos cambios institucionales han afectado severamente la venta de divisas al Banco Central y han socavado su capacidad de responder a las presiones de los mercados de divisas y de administrar de manera efectiva sus tenencias de reservas internacionales.

Tabla 1. *Stock* de deuda con bancos chinos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e
<b>Stock de deuda de fondos chinos</b>	3.3	5.3	11.9	22.3	21.6	21.5	19.2	17.9	16.9
Tramo A	3.3	2	0.7	3.3	2	0.7	3.3	2	0.7
Tramo B	-	3.3	2	0.7	3.3	2	0.7	4.3	3.3
Tramo C	-	-	-	-	-	4.6	2.9	1.3	4.6
Volumen mayor	-	-	9.3	18.3	16.3	14.3	12.3	10.3	8.3
<b>Desembolsos</b>	4	4	9.5	14.5	4	5	4	5	5
Tramo A	4	-	-	4	-	-	4	-	-
Tramo B	-	4	-	-	-	-	-	-	-
Tramo C	-	-	-	-	-	5	-	-	5
Volumen mayor	-	-	9.5	10.5	-	-	-	-	-
<b>Servicio total (intereses y amortizaciones)</b>	0.8	2.2	3.3	5	5.8	6.2	7.4	7.3	6.8
<b>Embarques implícitos de petróleo</b>	26	107	129	135	155	170	228	453	613
<b>Precio del petróleo (canasta venezolana)</b>	86.6	57	71	101.1	101.7	99.5	88.4	44.7	30.7

e/ Estimado

Fuente: Bardays (2016).

En efecto, las reservas internacionales que alcanzaron US\$ 42,0 mil millones al final de 2008 —cuando Venezuela estaba cerca a confrontarse con el fuerte declive del precio del petróleo debido a la crisis financiera global— empezaron a caer a un ritmo sorprendentemente rápido y llegó hasta US\$ 28,1 mil millones en solo tres meses

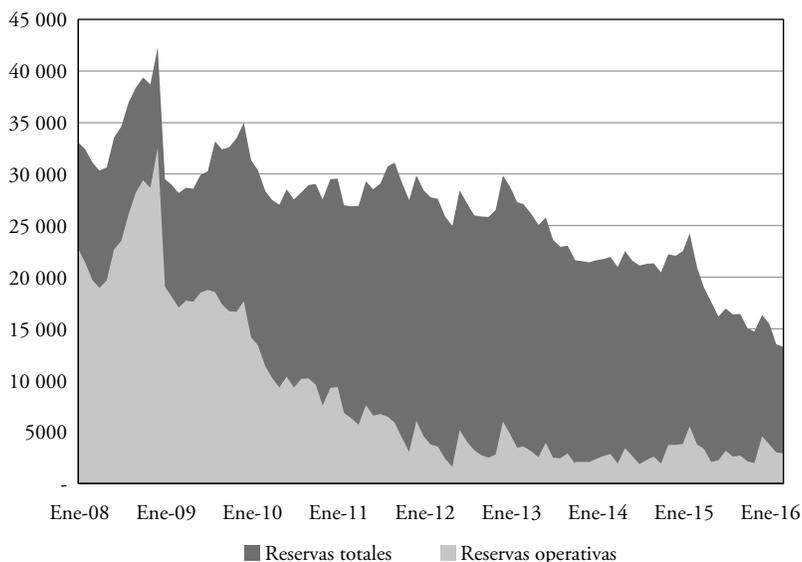
(en el primer trimestre de 2009). En el segundo semestre de 2011 el nivel líquido de reservas en efectivo había bajado a US\$ 5,0 mil millones (ver gráfico 2). Desde entonces, la liquidez operativa de reservas se ha restringido en un promedio de 75% de reservas internacionales que permanecen en oro en el Banco Central.

Víctimas de sus propias prácticas de socialismo estatista y de su punto de vista miope respecto del futuro de los precios del petróleo, las autoridades gubernamentales cayeron en la trampa del abandono total de prudencia fiscal y terminaron en el camino del populismo sin esperanza. Como resultado, entre 2007 y 2012, la deuda externa de Venezuela se incrementó significativamente. El país se tornó hacia los mercados externos para lidiar con el *shock* petrolero de 2009 y también aumentó su deuda con China. La deuda de mercado fue sobre todo emitida por PDVSA, cuya deuda creció 260%, hasta más de US\$ 43 mil millones entre 2008 y 2012. La deuda externa del Gobierno creció en 50% en el mismo periodo, hasta casi US\$ 45 mil millones. China comenzó a prestar masivamente a Venezuela en 2007 y desde entonces le ha prestado más de US\$ 50 mil millones, de los cuales cerca de US\$ 17 mil millones siguen pendientes. Todos los bonos del sector público emitidos en este periodo fueron vendidos a través del mercado local, con emisores que vendían moneda local a cambio de nuevas obligaciones denominadas en US\$, en transacciones financieras con cuasidivisas designadas para circunvenir y aliviar la presión sobre los estrictos controles de divisas en Venezuela<sup>4</sup>. Por lo tanto, por designio y a través del uso de emisión de deuda como un instrumento de política, las autoridades económicas venezolanas estaban tratando de resolver dos problemas: la necesidad creciente de financiamiento fiscal y la creciente presión del sector privado para obtener divisas.

---

<sup>4</sup> La deuda bilateral pendiente con China, que se paga con barriles de petróleo, alcanzó un máximo de casi US\$ 27 mil millones en 2012. Los préstamos servían no solo para desarrollar proyectos de infraestructura y del sector petrolero, sino también viviendas e importación de bienes duraderos de consumo hasta la reelección del presidente Chávez en 2012.

**Gráfico 2. Nivel mensual de reservas internacionales, 2008:1 al 2016:3 (US\$ millones)**

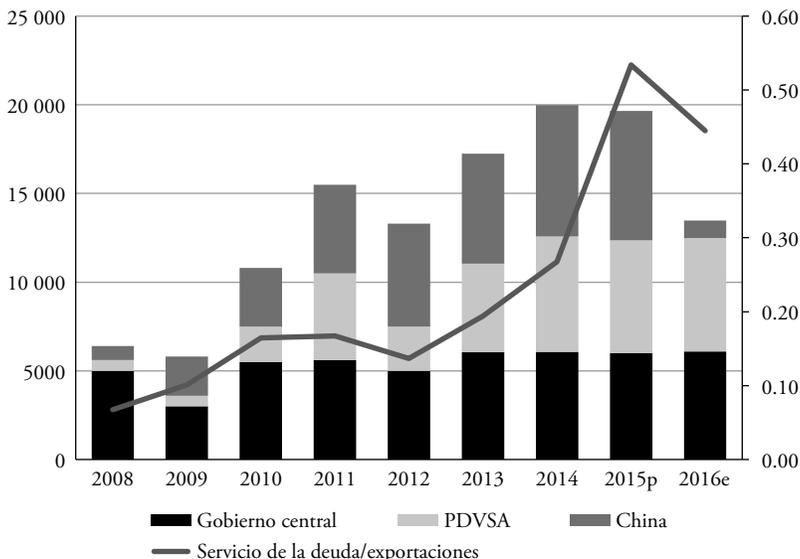


Fuente: Banco Central de Venezuela.

El endeudamiento sustancial por parte del gobierno empezó a afectar sus finanzas. Desde 2011 la carga de pagos de principal y de intereses como proporción del nivel general de exportaciones petroleras empezó a subir. El gráfico 3 muestra el valor del servicio de deuda del sector público y también el mismo valor como proporción de las exportaciones. El servicio de deuda representa menos del 20% de los ingresos petroleros en el 2012, pero se incrementa sistemáticamente después de 2013 hasta alcanzar 27% en 2015 y 53% en 2016. Si la canasta petrolera de Venezuela llegaba a un promedio de US\$ 35 por barril para el año 2016, debió tener ingresos externos totales de aproximadamente US\$ 28,1 mil millones y su deuda externa representaría 70% de dichos ingresos. Para un país que depende de las exportaciones petroleras para recibir casi todas sus divisas se trata de un escenario muy poco auspicioso,

lo que por supuesto ha suscitado preocupaciones entre los inversionistas internacionales que se preguntan ahora si Venezuela va a escoger entre un cese de pagos parcial o total de sus obligaciones externas.

**Gráfico 3. Servicio de deuda externa (US\$ millones) y servicio de deuda relativo a exportaciones totales, 2008-2016**



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

El acceso limitado a financiamiento externo complica el problema de la deuda para Venezuela. En efecto, en enero de 2015, el servicio de inversión de Moody's degradó la calificación de los bonos del gobierno de Venezuela de Caa1 a Caa3 y cambió la perspectiva de estable a negativa. Un mes antes, Fitch Ratings degradó las calificaciones del cese de pago del emisor (IDR) de B a CCC.

Cuando dirigimos nuestra atención al flujo de efectivo de divisas extranjeras del 2015, parece claro (como lo muestra la tabla 2) que, sin acceso directo a los mercados internacionales de deuda, Venezuela

cubrió parcialmente la brecha de financiamiento externo mediante una combinación de compresión de las importaciones, de disminución de las reservas, de préstamos chinos netos —desembolsos menos amortizaciones a través de flujos de petróleo—, de préstamos efectivos en PetroCaribe con un fuerte descuento, usando *swaps* de oro y tenencias líquidas en fondos fuera del presupuesto; y al emitir bonos de alto rendimiento a través de una compañía petrolera venezolana en Estados Unidos (Citgo). Por lo tanto, el gobierno de Venezuela pudo esquivar sus problemas de manera temporal, sin hacer el más mínimo esfuerzo para estimular el financiamiento de corto plazo. Sin embargo, en 2016 Venezuela ya había recurrido a casi todas estas fuentes alternativas de financiamiento. Si asumimos, como en el escenario A de la tabla 2, que el precio petrolero promedio para la canasta venezolana alcanzaba US\$ 35,0 por barril, con un poco de préstamo bruto por parte de los bancos chinos por US\$ 4 mil millones, cuentas por cobrar de descuento de aproximadamente US\$ 1,5 mil millones, y una compresión de las importaciones superior a 21% (similar a la que se vio en 2015), Venezuela aún podría afrontar una caída en la financiación de moneda extranjera de US\$ 14,4 mil millones. La liquidez podía quedar particularmente afectada en el último semestre, cuando se adeudará casi la mitad del servicio de deuda del año en bonos del sector público denominados en dólares. Por supuesto, se podría poner presión sobre el gobierno para cerrar esta brecha usando *swaps* de oro y ventas, pero en este caso Venezuela hubiera enfrentado el 2017 sin reservas internacionales. La presión sobre el saldo de divisas probablemente aumentará, incluso con una ligera recuperación del precio de la canasta petrolera venezolana en el 2017 (US\$ 40 para la canasta venezolana). En un escenario activo, como se muestra también en la última columna de la tabla 2, cuando estimamos un nivel de importaciones consistente con la tasa de crecimiento que el país alcanzó en el 2011 (4,5%), las necesidades de divisas en el 2017 alcanzarían US\$ 37,3 mil millones.

Tabla 2. Usos y fuentes de divisas

	2014	2015 E	2016F A	2016F B	2017 F
<b>Fuentes</b>	79 684	57 512	29 220	29 220	27 835
<b>Exportaciones</b>					
Valor de las exportaciones de petróleo	71 731	39 369	28 105	28 105	32 120
PetroCaribe y otros acuerdos <sup>1,2</sup>	5600	1400	985	985	985
Pago de la deuda con China (embarques implícitos de petróleo)	7400	7300	6900	6900	6800
Exportaciones de petróleo fuente de efectivo	58 731	30 669	20 220	20 220	24 335
Exportaciones no petroleras <sup>3</sup>	2983	2259	3500	3500	3500
<b>Financiamiento</b>					
Bilateral (China)	8000	4000	4000	4000	
Emisiones de bonos (estado y PDVSA) <sup>4</sup>	4000	295			
Citgo (emisiones de bonos y deuda) <sup>5</sup>		2800			
Flujos netos de ingresos de capitales al sector público	5970	10 689			
Otros ingresos no petroleros			1500	1500	
<b>Ventas de activos y cuentas por cobrar</b>					
Cuentas por cobrar descontadas <sup>6</sup>		4000	1500	1500	
Swaps y venta de oro <sup>7</sup>		5600			
<b>Variación de reservas líquidas</b>	718	2000	1000	1000	1000
<b>Usos</b>	89 773	59 101	44 673	57 501	66 205
<b>Importaciones (solo F.O.B.)</b>	47 508	37 304	29 292	37 304	46 800
Sector público	23 445	18 624	14 794	18 624	23 400
Sector privado	24 063	18 680	14 501	18 680	23 400
<b>Servicio neto y pagos de ingresos de IED</b>	19 503	8672	3856	8672	8672
<b>Pagos de deuda externa (principal e intereses)</b>	13 100	12 600	11 000	11 000	10 208
<b>Salidas netas de capital privado</b>	9662	525	525	525	525
<b>Brecha de divisas</b>	0	0	(14 453)	(27 281)	(37 370)
<b>Precio del petróleo (canasta venezolana)</b>	88,4	45,0	35,0	28,0	40,0

Notas:

1/ Datos de Barclays.

2/ Durante 2016, Cuba será el único país que recibirá la facilidad financiera.

3/ Asumimos un incremento de las exportaciones no petroleras del 55% durante 2016, como resultado de cambios en los precios relativos.

4/ Datos del Servicios de Inversores de Moody's.

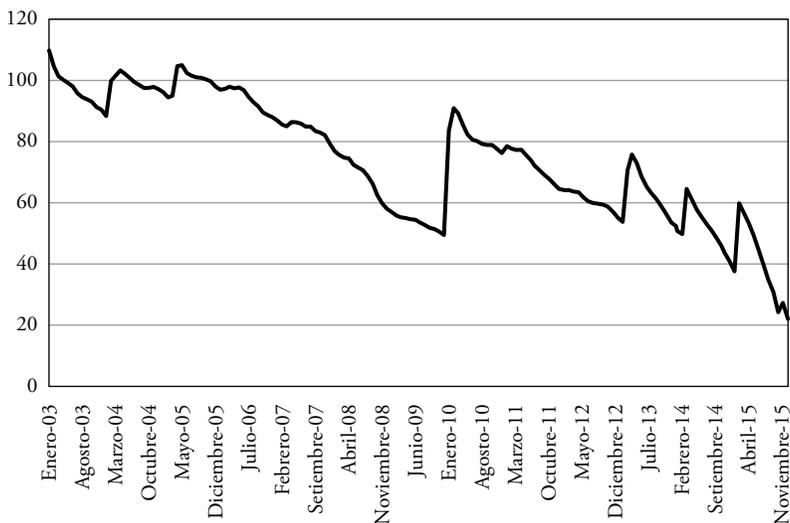
5/ Incluye emisiones de deuda y préstamos.

6/ Pagos recibidos de Nicaragua durante 2016.

7/ Estimaciones de J. P. Morgan.

Fuente: Banco Central de Venezuela, Barclays, Moody's y J. P. Morgan.

Gráfico 4. Índice del tipo de cambio efectivo real  
(2005=100, 2003:1 a 2015:12)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Eclac y Celpalstat.

Mientras el déficit de la balanza de pagos se ha acumulado durante los últimos años, en vez de dejar que la moneda se deprecie para compensar parte del desbalance externo, el gobierno ha mantenido la apreciación del tipo de cambio promedio al cual vende divisas (ver gráfico 4). Por lo tanto, cerrar cuentas externas sigue siendo una función del monto de divisas disponibles y de con cuántas divisas se cuenta para satisfacer lo que aún sería una demanda infinita de dólares preferenciales fuertemente estimulada por una combinación de un sistema cambiario fijo y una política fiscal y monetaria blanda.

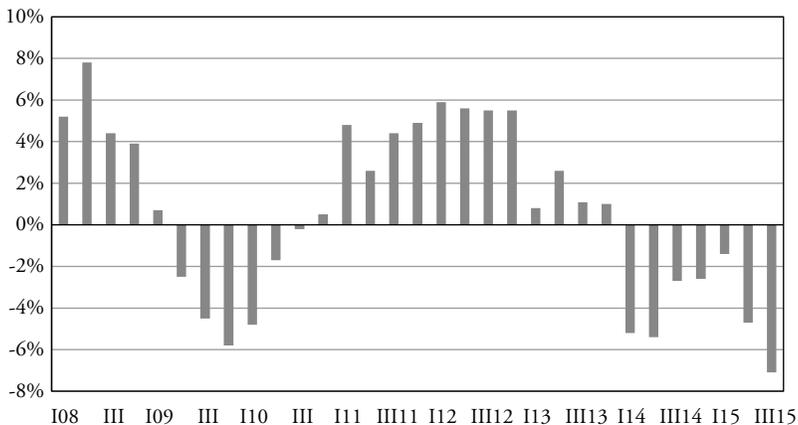
No dispuesto a corregir el precio relativo, desde principios del 2013 la situación ha dejado al Gobierno solo con la opción de imponer restricciones cuantitativas para detener el aumento de su flujo de efectivo de moneda dura, al imponer una importante contracción de importaciones intermedias y bienes de consumo. Esto no ha promovido solo

una contracción de la actividad interna, sino que también ha puesto presiones adicionales en el mercado cambiario paralelo y en las expectativas de inflación. Los gráficos 4 y 5 muestran cómo se desarrollan estas macrovariables clave. Mientras que la inflación se aceleraba, la sobrevaluación de la moneda empeoraba. Aparecieron burbujas del precio interno de las divisas y cambiaban las expectativas, lo que causó incrementos aún mayores de precios internos y un proceso de dinámicas de inflación-sobrevaluación. Además, el sistema de cambio de moneda extranjera, con dos o más niveles, como el que ha tenido Venezuela desde 2010, ha fomentado el contrabando y el comportamiento rentista a través del arbitraje entre distintas tasas, así como la corrupción rampante de los funcionarios del gobierno que administran el sistema.

En resumen, las autoridades venezolanas han elegido y mantenido un sistema de divisas con un nivel precario de activos internacionales de protección, pero también con todas las distorsiones e ineficiencias que esto podría implicar. La regla de cierre elegida, racionamiento de divisas, ha generado una ola de escasez y contribuido a crear una severa contracción del producto, así como explosivas dinámicas inflacionarias.

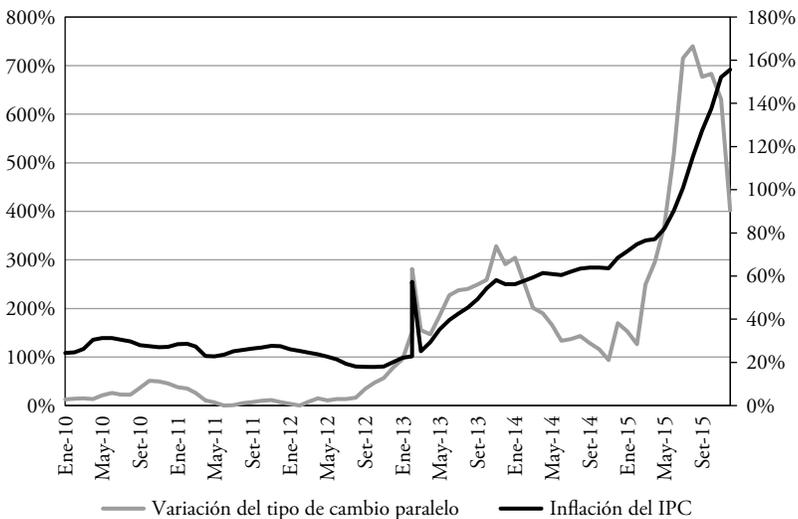
Está claro que, en el caso de Venezuela, el rango de un programa de políticas de estabilización debería tratar de concentrarse todo lo posible en eliminar la drástica restricción de divisas y la escasez de divisas para restaurar la confianza tan pronto como sea posible. Los elementos clave que deberían estar incluidos desde el inicio para lidiar con la restricción externa incluyen (i) un rediseño del sistema cambiario que pueda evitar distorsiones conocidas, sobrevaluaciones monetarias y los efectos secundarios del racionamiento; (ii) una nueva estructura de gobernanza petrolera que permita la total entrega de los ingresos de divisas al Banco Central, así como otras acciones que den apoyo rápido al nuevo sistema cambiario; (iii) alivio de deuda y mayor financiamiento monetario extranjero para expandir el espacio de políticas y buscar una política cambiaria de apoyo; y (iv) una revisión de los contratos de petróleo por préstamos con China y otras instituciones financieras.

Gráfico 5. Crecimiento trimestral del PBI



Fuente: Banco Central de Venezuela.

Gráfico 6. Inflación del IPC y variación del tipo de cambio paralelo



Fuente: Banco Central de Venezuela y *Dolar Today*.

El empuje de las prioridades de política que se explican más arriba se necesita para mostrar que para lograr la estabilización y recuperación del producto, el país deberá restaurar el equilibrio externo. Una prioridad lógica y obvia es el rediseño del régimen de divisas, ya que después de todo la mera aparición y existencia de un mercado paralelo en el cual la tasa de mercado es cien veces más alta que la tasa oficial —como sucede ahora en Venezuela— indica la necesidad de remediar las restricciones y dejar que los precios reflejen mejor la escasez de divisas.

### **Hacia el nuevo régimen cambiario de una tasa de cambio real estable y competitiva (SCRER)**

El sistema cambiario se percibe cada vez más como un determinante crítico del desempeño del país. La economía venezolana requiere una racionalización de los mercados de divisas, por la cual se disminuye la tasa de referencia, y que las tasas oficiales y paralelas se acerquen de forma gradual para eventualmente producir una tasa de cambio única. Sin embargo, el Banco Central, como mayor actor del mercado de divisas, necesita además formular un objetivo estratégico. Una de las causas del insatisfactorio desempeño económico de Venezuela se debe buscar en la combinación de un anclaje duro de tasa de cambio con controles de cambio y las premisas falaces sobre las cuales se basa el sistema. La razón más importante para evitar una tasa de cambio fija, y persistentemente fuerte y sobrevaluada, es que esto es una invitación al desastre. La sobrevaluación cambiaria la usan con fines políticos los gobiernos populistas porque parece antiinflacionaria y reduce los costos de las importaciones. Sin embargo, por las razones que se discutieron anteriormente, puede tener efectos devastadores, especialmente cuando se combina con controles cambiarios. Por el contrario, sostenemos que una tasa de cambio real estable y competitiva (SCRER) que justificaron recientemente Frenkel y Taylor (2006), Frenkel y

Rapetti (2007 y 2008) y Frenkel (2006), es una alternativa muy superior para la economía venezolana<sup>5</sup>.

Una tasa de cambio real y estable competitiva es una de las contribuciones más importantes que la política macroeconómica puede hacer para preservar el equilibrio externo, y recuperar el crecimiento y el empleo productivo. En primer lugar, un objetivo de tasa de cambio real competitiva y estable evita el riesgo de una sobrevaluación monetaria y el peligro de tener un déficit en la cuenta de comercio exterior y un déficit creciente en el sector no petrolero debido a una caída de la competitividad. Como dijo Dornbusch (1986) hace mucho tiempo, la sobrevaluación puede hacerse muy cara cuando el gasto en importaciones y la fuga de capital aumentan, anticipando grandes ajustes cambiarios nominales o un colapso del sector externo. En segundo lugar, una tasa de cambio real competitiva implica una alta rentabilidad transable —de preferencia en comparación con la no transable— y por lo tanto incita a la inversión del sector transable en la economía no petrolera. Su estabilidad reduce la incertidumbre, lo cual también favorece la inversión. Finalmente, a largo plazo y una vez que se ha restablecido plenamente la libre convertibilidad, esta política no incita a la búsqueda de rentas, el arbitraje o la especulación. La reciente experiencia económica del este asiático, y la evidencia econométrica encontrada por Rodrik (2008) y Rapetti y otros (2012 y 2012a), entre otros, apoyan la idea de que los niveles de tasa de cambio real estables y competitivos favorecen el crecimiento económico en los países en desarrollo.

Respecto de cómo el Banco Central puede lograr este objetivo intermedio, proponemos aquí que este puede dejar inicialmente flotar la tasa de cambio nominal y luego intervenir de manera más o menos estratégica en el mercado cambiario para lograr una tasa de cambio real competitiva y proporcionar estabilidad. Por lo tanto, una vez que

---

<sup>5</sup> Todos estos autores entienden la tasa de cambio real «competitiva» como la que se encuentra por encima del nivel de equilibrio.

se realice el movimiento inicial para un sistema cambiario más flexible, la tasa nominal debería moverse para sostener la tasa de cambio real alrededor de a un nivel competitivo. Si la inflación fuese a parar repentinamente y el Banco Central tuviese espacio de política para implementar una decisión de política cambiaria de apoyo, podría manejarse esta tasa y hacerla estable. Sin embargo, sin importar si el plan antinflación empezó con un *shock* de políticas o con un enfoque local, el contexto de inflación actual en Venezuela sugiere que se necesita tiempo para controlar la inflación.

A corto plazo, el comportamiento de la tasa de cambio paralela será crítico y dependerá de una serie de factores, en particular del comportamiento de las expectativas respecto de la credibilidad y de la sostenibilidad del sistema de SCRER. En un contexto de agentes de libre convertibilidad que buscan evitar pérdidas y obtener ganancias de capital se moverán con mucha rapidez hacia los activos monetarios de capitales si se espera que la tasa de cambio paralela se vaya a apreciar respecto de la tasa oficial. Para que esto suceda, es crítico el acceso libre al nuevo mercado oficial administrado. Por lo tanto, y como resultado de los ajustes de portafolio, la tasa de mercado paralela se moverá inmediatamente —tan pronto como se creen las expectativas— hacia el nivel que los titulares de activos esperan que llegue nueva la tasa flotante administrada. Sin embargo, es difícil visualizar un caso de plena convertibilidad en Venezuela en el muy corto plazo porque el espacio político para apoyar esta política cambiaria puede no estar listo inmediatamente. En efecto, a pesar de que podamos concebir algunos movimientos de política clave para levantar las reservas internacionales y los flujos cambiarios monetarios para permitir que el Banco Central actúe y enfrente la demanda efectiva de divisas, los cambios requeridos para que esto suceda pueden no venir tan pronto como esperamos.

Este levantamiento efectivo de los controles cambiarios depende de la secuencia de ciertas medidas. Ya que la recuperación del producto y la eliminación de las restricciones de importación deben considerarse

una prioridad absoluta, se necesita rápidamente levantar los controles cambiarios en todas las transacciones comerciales. También se debe considerar y evaluar la liberalización de los controles cambiarios generalizados sobre las transacciones de no residentes. Esto puede tener un efecto positivo sobre la confianza de los inversionistas extranjeros. En contraste, para evitar fugas de capital amplias y potencialmente desestabilizantes en un periodo de transición, los controles en las transacciones financieras hechas por residentes deberían levantarse solo gradualmente, ya que la totalidad del programa de estabilización da resultados solo actúa progresivamente. Este es el enfoque que se empleó con éxito en Sudáfrica para levantar el control al inicio de los años 1990 (ver Aron & Muellbauer, 2009).

### **Expandir el espacio de la política a través de una mejor gobernanza de los ingresos de las exportaciones petroleras**

Los beneficios de un sistema cambiario que funciona mejor para la economía venezolana no pueden lograrse antes de que se den ciertos pasos intermedios críticos. Se necesita el espacio de política para adoptar una política cambiaria autónoma y efectiva consistente con una estabilización y una recuperación de corto plazo, así como objetivos de desarrollo de largo plazo. De manera particular, el país necesita activos de protección adecuados y disponibles, así como liquidez de divisas no solo para apoyar y mantener la confianza en las políticas para la gestión cambiaria —incluyendo la capacidad de intervenir en apoyo al SCRER—, sino también para levantar el control cambiario y proporcionar el nivel necesario de divisas líquidas que la economía necesita para eliminar las escaseces generalizadas y promover la recuperación de la actividad económica. También son necesarios recursos líquidos y adecuados para limitar la vulnerabilidad externa, para proporcionar al mercado la confianza de que el país puede pagar sus obligaciones externas y para demostrar que se cuenta con activos externos para respaldar la moneda local.

El espacio de política hoy en día está muy relacionado con la estructura institucional de gobernanza que gravita alrededor de los ingresos de la exportación petrolera. Ya hemos argumentado que los cambios institucionales anteriores alrededor de la relación entre PDVSA y el Banco Central de Venezuela debilitaron de manera severa las capacidades del Banco Central de gestionar de forma efectiva sus tenencias de reservas internacionales y de conducir su política monetaria y cambiaria. Los ingresos petroleros que entran en forma de divisas se concentran hoy en día en PDVSA, lo cual significa que el Banco Central solo recibe una porción discrecional de la cuenta total.

En lugar de esto, el modelo de gobernanza alrededor de los ingresos petroleros debería retornar a una situación que es hoy en día común en muchas economías dependientes del petróleo, en las cuales los ingresos petroleros que como divisas se transfieren al banco central y este a su vez abastece a la compañía petrolera estatal con la moneda local equivalente a la nueva tasa oficial de mercado.

Este esquema tiene varias ventajas. Primero, al incrementar las compras y tenencias de divisas, el Banco Central puede *de facto* proporcionar la liquidez incondicional requerida que se necesitaría inicialmente para levantar el control cambiario. Respecto de esto, es necesario señalar que en vista de las grandes incertidumbres que el Banco Central afrontaría bajo una liberalización de la mayoría de transacciones comerciales y financieras, las autoridades pueden requerir reservas sustancialmente más grandes —más allá del nivel actual— para responder al componente inesperado de una demanda de divisas y para apoyar el nuevo sistema de flotación administrada, una vez que el tipo de cambio haya alcanzado su nivel objetivo real<sup>6</sup>. En segundo lugar, se podría sostener que se esperan menos necesidades de intervención y menores cantidades de liquidez cuando se cuenta con tenencias de reservas más amplias si se piensa que el Banco Central posee un inventario más grande de reservas

---

<sup>6</sup> Es fundamental al respecto conocer o tener una idea de la elasticidad de la demanda de reservas en caso de mayor flexibilidad del sistema de tasa de cambio.

internacionales, caso en el que los participantes del mercado se darán cuenta que la devaluación monetaria inicial sería un ajuste suficiente. De otra forma, una presión prolongada en la moneda, más allá de lo que podría ocurrir con un gran *stock* de reservas de defensa, significará más intervención para apoyar el objetivo de tasa de cambio, lo que pone en peligro todo el sistema. En el tercer lugar, en el mediano a largo plazo, el acaparamiento de ingresos de las exportaciones petroleras bajo forma de reservas internacionales representa un mecanismo potente de autoaseguramiento contra reversiones en los términos de intercambio, paradas bruscas y crisis de desapalancamiento, lo que generará las intervenciones necesarias para preservar el «buen» comportamiento de una flotación administrada y estabilizar fluctuaciones<sup>7</sup>. Finalmente, al acumular divisas asociadas con las exportaciones petroleras en el Banco Central, se pueda garantizar una mejor rendición de cuentas y una mayor responsabilidad fiduciaria, y se puede evitar la desviación de recursos hacia fondos opacos fuera de presupuesto. A nivel global y en el pasado reciente, los bancos centrales han respondido de manera cada vez más favorable a los argumentos en favor de la transparencia. De manera particular, los beneficios de una mejor rendición de cuentas y la comparación de instituciones soberanas tienden a pesar más que los argumentos a favor del secreto. Por ejemplo, hoy en día la mayor parte de bancos centrales reportan sus tenencias de reservas de divisas al FMI bajo el *special data dissemination standard* (SDDS) y publican un informe anual detallado. De hecho, en el caso de Venezuela, el Banco Central en tanto ente gubernamental, debería difundir por lo menos un mínimo de información, dados sus compromisos constitucionales con la Asamblea Nacional.

---

<sup>7</sup> Si la tasa de cambio evoluciona rápidamente hacia arriba o hacia abajo, los corredores y los inversionistas tendrán más incertidumbre sobre la rentabilidad de las transacciones e inversiones y probablemente reducirán sus actividades internacionales. Como consecuencia, los corredores y los inversionistas internacionales tienden a preferir tasas de cambio más estables y muchas veces presionarán a los gobiernos y bancos centrales para intervenir en el mercado de divisas (Forex) cuando vean que las tasas de cambio evolucionan muy rápido.

También se puede ganar espacio político si se revisan varios contratos petroleros que Venezuela ha suscrito con distintos países de América Latina y el Caribe. Estos contratos han sido una gran carga para Venezuela. Un estudio realizado por Barclays (2015) concluye que en la década pasada los acuerdos le costaron a Venezuela hasta US\$ 50 mil millones. Cuando los embarques de petróleo, por ejemplo, alcanzaban cerca de 400 mil bbl/d durante su auge en el 2012, a Venezuela se le pagaba en efectivo solo 200 mil bbl/d. Si Venezuela hubiese vendido este petróleo según condiciones de mercado y hubiese guardado los ingresos, tendría un nivel de reservas internacionales tres veces más elevado que hoy. El país estaría probablemente en una mejor posición para lidiar con el declive de los precios del petróleo y no necesitaría hacer los ajustes significativos que tiene que hacer hoy en día.

Los contratos petroleros no tienen que parar. Solo se necesita una reforma en el precio referencial descontado que se usa para que cuando los precios del petróleo caigan por debajo de cierto nivel, el tamaño de las facilidades disminuya o desaparezca<sup>8</sup>. Un precio referencial descontado de US\$/bbl 80 podría aliviar en algo las restricciones externas de Venezuela. Estimamos que para el 2016 una reforma de este tipo pudo generar un flujo efectivo de moneda dura de aproximadamente US\$ 1,4 mil millones. La reforma es fácil de realizar porque existen acuerdos *ad-hoc* y formulados indirectamente a través de las instituciones paralelas construidas alrededor de PDVSA, cuyas gobernanzas se centran en la presidencia. Además, los contratos de suministro bilateral de PetroCaribe se renuevan anualmente.

---

<sup>8</sup> Una posible suspensión de la facilidad de financiamiento de PetroCaribe puede tener distintos impactos en los miembros. En el caso de los países como Cuba, Nicaragua o Haití, que reciben grandes ayudas y que no tienen fuentes de financiamiento alternativas, el impacto puede ser significativo. En términos de PBI los países que reciben mayor financiamiento son Guyana, Nicaragua, Haití y Belice (todos por encima del 3% del PBI). Los países que han creado defensas, como Guyana y St. Kitts, deberían ser menos afectados.

## Espacio de política por consolidación de activos líquidos denominados en dólares

Seríamos negligentes si no prestásemos atención a la acumulación de otros activos denominados en dólares que Venezuela ha acumulado en la década pasada. El gobierno tiene, por ejemplo, fondos fuera del presupuesto en Fonden y Banded, o incluso efectivo retenido por PDVSA y el Tesoro en el extranjero. Aun así, deberíamos también reconocer que los activos se han agotado rápido a causa del control discrecional del gobierno. En teoría el punto de partida más obvio para medir las posiciones de los activos líquidos es examinar la posición de una hoja de balance. Sin embargo, en la práctica, el gobierno no ha tratado de producir datos integrales sobre su posición de hoja de balance externa. El Banco Central proporciona datos agregados sobre tenencias de activos líquidos del sector público en una cuenta general denominada «moneda y depósitos en el extranjero». La última cifra publicada es de 3T15, estimándolas en US\$ 14,2 mil millones. Pero esta cifra se tiene que aceptar con gran escepticismo, dada la falta de transparencia de su composición. El Bank of America ML (2016) ha construido una estimación alternativa de las cuentas fuera de presupuesto que no incluye fondos del Tesoro en el extranjero<sup>9</sup>. El examen de las cifras (en la tabla 3) indica que al final de 2015 estos fondos alcanzaron alrededor de US\$ 5,7 mil millones.

---

<sup>9</sup> Los estimados de BoAML se basan en el Informe Anual del Ministerio de Finanzas (Memoria y cuenta) que incluye datos sobre desembolsos anuales de Fonden y fondos chinos, así como contribuciones y tenencias de activos en moneda y liquidez de Fonden. Estas cifras se combinan con los anuncios de desembolsos de créditos chinos y los balances de PDVSA para tener un estimado alternativo de las tenencias de activos de fin de año.

**Tabla 3. Fondos fuera del presupuesto, 2013-4Q2015**  
(millones US\$)

	2013	2014	1Q2015E	2Q2015E	3Q2015E	4Q2015E
Fonden	3184	1126	1052	1039	826	613
Fondos chinos	14 787	8 881	6237	5211	7185	4281
PDVSA	6513	2641	2434	3136	2714	831
Total	24 484	12 648	9 723	9386	10 725	5 725

Fuente: BoAML.

Inicialmente para apoyar la transición hacia un nuevo régimen cambiario sería conveniente explorar las acciones que permitan que el Banco Central cuente toda esta serie de activos líquidos extranjeros como reservas internacionales potenciales. Esto puede proporcionar una buena señal y tener un efecto positivo en la confianza de los inversionistas extranjeros. Por supuesto, si una parte de estos activos no puede tocarse —como puede suceder con el dinero que los bancos de desarrollo chinos han prestado a Venezuela—, esta falta de disponibilidad limita inevitablemente el grado de comodidad que se le permita al Banco Central.

### **Alivio de deuda y financiamiento multilateral**

Los intentos de expandir el espacio de política para facilitar la transición hacia un objetivo SCRER son efectivamente ingredientes necesarios de cualquier programa de estabilización serio, pero no son suficientes. Al implementar y promover la estabilización y la recuperación en la situación venezolana actual, los cambios de política tienen más posibilidades de tener éxito y de ser sostenibles con la ayuda del alivio de deuda y de préstamos extranjeros.

Durante los últimos dos años y medio, ningún país productor del petróleo ha sentido el dolor de la caída del precio petrolero tan agudamente como Venezuela. Con una débil posición de activos externos

y recursos financieros muy limitados, ya hemos señalado que el servicio de deuda que se debe en 2016 y 2017 plantea grandes desafíos. El punto es que cualquier voluntad de pagar implicaría necesariamente una compresión de importaciones mucho más severa. Al seguir este camino, el gobierno ya ha sometido al país a grandes esfuerzos para mantenerse al día con los servicios de deuda. Esta no es una estrategia libre de riesgo. Incluso si asumimos que Venezuela no omitirá hacer en ningún pago contractual en 2016, subsiste aún un alto riesgo de no pago en el futuro. Una reestructuración retrasada y desordenada puede llevar a un periodo prolongado de caos económico.

Por lo tanto, frente a los pagos de deuda de US\$ 30 mil millones durante los próximos dos años, Venezuela no puede descartar un evento de cesación de pagos, lo cual significa que las autoridades deberían considerar pedir rápidas conversaciones con la comunidad financiera internacional y organizar el alivio de deuda y financiamiento. Para evitar una mora desordenada —en general vinculada a casos en los que un gobierno no paga y renegocia su deuda más tarde—, una reestructuración preventiva parece ser una mucha mejor estrategia. Como lo mostraron recientemente Asonuma y Trebesch (2015), las faltas de pago preventivas están asociadas con recortes significativamente menores en comparación con casos de faltas de pago *a posteriori* (18% vs. 48% para los casos de posimpago). Sin embargo, la renegociación de la deuda dura mucho menos (1 año vs. 5 años), y las pérdidas de producto son significativamente menores —en los casos de faltas de pago *a posteriori* el PBI continúa disminuyendo durante un periodo más prolongado después del inicio de la crisis que en los casos de renegociación preventiva—. Además, Asonuma y Trebesch muestran que las reestructuraciones preventivas regresan más rápidamente a los mercados de capitales internacionales, como revelan las medidas de colocación de bonos o préstamos sindicados con acreedores externos.

También se debe entender claramente que un proceso de reorganización de deuda implica el refinanciamiento o la reestructuración. Muy a menudo se prefiere el refinanciamiento a la reestructuración, ya que es un proceso más rápido, más fácil de calificar y tiene un impacto positivo en la calificación crediticia, ya que el historial de pago mostrará que se pagó el préstamo original. En el caso de Venezuela, el gobierno podría guardar un poco de efectivo si se prorroga o intercambia la maduración de los bonos del gobierno central y de PDVSA. Los deudores con altas calificaciones crediticias salen especialmente beneficiados con el refinanciamiento ya que pueden asegurar términos contractuales más favorables, por ejemplo, una estructura de préstamo cambiante con tasas de interés más bajas. Pero Venezuela parece estar lidiando con una situación más grave. Como señalamos anteriormente, actualmente Venezuela carece de una buena historia crediticia y los acreedores pueden aceptar negociar una mejor estructura de préstamo, pero no mejores tasas de interés.

Por lo tanto, la reestructuración de deuda, que evita un incumplimiento de pago, debería ser considerada como una opción más realista. En vez de esperar a una caótica reestructuración de deuda, dolorosa e impredecible, que podría ocurrir después de un impago, una mucho mejor opción es llevar a cabo una reestructuración de deuda temprana que se adelante al incumplimiento de pagos.

Según esta lógica, la reestructuración de la deuda del país también debe involucrar la aprobación de nuevos préstamos. El FMI es el acreedor internacional oficial primario de último recurso para los países que están enfrentando o tienen dificultades potenciales para pagar sus obligaciones de pago internacionales. La participación temprana del FMI y su apoyo crediticio rápido es importante por distintas razones que queremos comentar.

Un estado no puede reestructurar su deuda de manera unilateral sin sufrir un costo reputacional significativo en la comunidad financiera global. Por lo tanto, cualquier reestructuración de deuda debe ser consensual.

Lograr consenso, sin embargo, es un asunto caprichoso. Los intereses en conflicto del estado y de sus acreedores hacen que el proceso sea difícil y a veces sea efectivamente imposible llegar a un acuerdo completo acerca de un plan de reestructuración. Esta dificultad es exacerbada por el problema de acción colectiva para lograr un acuerdo entre acreedores. Los acuerdos de préstamo y el prospecto de emisión requieren por lo general el consentimiento unánime de los acreedores para alterar términos esenciales como el monto del principal, la tasa de interés o el programa de madurez. Aquí es donde la participación y la coordinación del FMI pueden abrir espacio para implementar una estrategia de reestructuración que puede ser beneficiosa tanto para los acreedores como para el deudor<sup>10</sup>. De otra forma, un enfoque contractual descentralizado tendrá como resultado negociaciones y contratos altamente complejos. Además, el apoyo del FMI y de la comunidad internacional, en general, reduce las posibilidades de que los acreedores renuentes planteen amenazas creíbles para obtener un trato preferencial respecto de los acreedores que participan en la reestructuración o que puedan frustrar un acuerdo de reestructuración que haya acordado la mayoría de acreedores.

La asistencia financiera del FMI también es un ingrediente importante no solo porque puede reducir el peso del ajuste, sino también porque puede ayudar a que la deuda sea nuevamente sostenible al menor costo posible para el soberano y sus acreedores. Por lo tanto, el apoyo financiero del FMI debe estar presente cuando es más necesario: en el periodo justo después de que se haya levantado el control cambiario y se haya realineado la tasa de cambio; como apoyo suplementario para el espacio de política obtenido a través de una mejor

---

<sup>10</sup> Como lo sostienen Damill, Frenkel y Rapetti (2005), desde el inicio de los años ochenta, el FMI participó activamente en las reestructuraciones de deudas soberanas con el sector privado, pero después del rechazo del Mecanismo de Reestructuración de Deuda Soberana por Wall Street y el gobierno de los Estados Unidos, la participación del FMI y el compromiso de fondos multilaterales en la reestructuración de deudas con el sector privado permanece indefinida.

gestión de los ingresos de las exportaciones petroleras y la centralización de activos líquidos; y cuando los esfuerzos para estabilizar la economía se encuentren al centro de la política económica.

### **Reestructurando los contratos de préstamo respaldados por petróleo con China**

Durante más de una década, pero especialmente en los últimos cinco años, el comercio bilateral entre China y Venezuela ha crecido más que exponencialmente, pasando de US\$ 500 millones en 1999 a US\$ 7,5 mil millones en 2009 y más de US\$ 20 mil millones en el 2015. La China es hoy en día el segundo socio comercial de Venezuela después de los Estados Unidos. En el 2015, 30% de las exportaciones petroleras de Venezuela se dirigieron a China.

Desde el 2007, a través de una serie de contratos respaldados por petróleo, China ha entrado en compromisos de préstamo tanto de corto como de largo plazo de hasta US\$50 mil millones con Venezuela. Un préstamo a cambio de petróleo en general combina un contrato de préstamo y un contrato de venta de petróleo que involucra a los bancos y a las compañías petroleras públicas de los países. El banco chino otorga un préstamo en dólares a Venezuela. La empresa petrolera pública de Venezuela, PDVSA, se compromete a enviar cientos de miles de barriles de petróleo a China cada día durante la duración del préstamo. Las compañías petroleras chinas luego compran petróleo a precios de mercado y depositan sus pagos en la cuenta de PDVSA en el Banco de Desarrollo de China o en el Banco de Exportación-Importación de China. Estos bancos retiran el dinero directamente de la cuenta para pagarse por el préstamo.

La realidad hoy en día es que China se ha convertido en el mayor acreedor de Venezuela. La deuda pendiente se estima en aproximadamente US\$ 17,9 mil millones. Ya que los contratos de préstamo respaldados por petróleo establecen pagos anuales iguales para cada segmento, mientras los precios del petróleo bajan, Venezuela necesitaría enviar más petróleo a China para cumplir con su deuda dejando menos

efectivo disponible para el país. Cuando los precios del petróleo estaban alrededor de US\$ 100 por barril esto representaba aproximadamente 228 mil barriles por día. Sin embargo, con el precio promedio de la canasta venezolana en US\$ 24,3 por barril, que se registró durante la primera parte del año, Venezuela necesitaría mandar aproximadamente 774 mil barriles por día a China, algo que no parece estar sucediendo y que no será fácil de lograr a corto plazo.

Ya desde octubre de 2014, la prensa venezolana informó que Venezuela y China habían modificado el contrato de petróleo por préstamos para otorgar a Venezuela mejores condiciones de volúmenes obligatorios y plazos, estimando que ambas partes llegarían a un acuerdo en cuanto a volúmenes y tiempos de pago. Sin cifras oficiales actualizadas de los envíos de petróleo de Venezuela a China es difícil confirmar estas especulaciones.

Sin embargo, vemos como un paso positivo el hecho de que por acuerdo mutuo ambos países estén dispuestos a establecer nuevas reglas sobre la cantidad de petróleo que se debe enviar mensualmente. Esto eliminaría las metas de pagos nominales establecidas en las reglas originales, lo que permitiría que Venezuela reestructure la deuda por acuerdo mutuo. Sin cambiar la duración de los préstamos, podría haber, por ejemplo, una maduración promedio más larga por cada tramo, pasando de un esquema de pagos uniformes a un esquema más discrecional, en el cual China permite que Venezuela pague menos o nada en los doce meses siguientes con bajos precios, con la expectativa de que pagará más en los años siguientes cuando los precios del petróleo se recuperen. Los cálculos preliminares, usando un precio promedio del petróleo de US\$ 30 por barril de la canasta venezolana, indican que una suspensión de pagos durante doce meses permitiría que Venezuela ahorre US\$ 6,7 mil millones. Una extensión de las maduraciones de los tramos podría ser otra manera de ayudar a Venezuela. Por lo tanto, en vez de pedir una renovación de tramos, un esquema de reestructuración tiene la ventaja de que el dinero ahorrado puede usarse para fines de balanza de pagos.

## **EL CONTROL DE LA INFLACIÓN**

Los éxitos y la sostenibilidad de cambios en política hacia una tasa de cambio real estable y competitiva dependen, entre otras cosas, de cuán efectivos sean los esfuerzos del gobierno para controlar la inflación. En un entorno poco favorable de aceleración de la inflación como el que vive Venezuela hoy en día, mantener una tasa de cambio estable y competitiva parecerá más y más increíble. Por lo tanto, una ola de expectativas pesimistas puede arruinar el esfuerzo de estabilización. Esto implica que las políticas para controlar la inflación requieren una supresión muy rápida de los mecanismos causales que se han construido a lo largo de los años.

¿Es esto posible bajo las circunstancias actuales? Sostendremos que una vez que el estado de inflación crónica da lugar a un proceso de aceleración de la inflación, por ejemplo, en varios países latinoamericanos a inicio y a mediados de los años noventa, la inflación puede caer rápidamente, si se implementa un programa de desinflación apropiado y bien dirigido. Por supuesto, el diseño y el ritmo de un programa de desinflación exitoso depende, fundamentalmente, de un diagnóstico correcto de las fuerzas inflacionarias de la economía.

La inflación crónica es un rasgo importante de la economía venezolana. En los últimos 35 años el país no ha pasado un solo año con inflación de un solo dígito. En este contexto, los agentes institucionales no han tenido otra opción que aprender a vivir con los incrementos constantes de precios. Han desarrollado estrategias defensivas de indexación informal —más que la indexación formal— en un entorno de ajustes desincronizados. En esta situación no basta un diagnóstico o programa monetarista para combatir la inflación. Otros intentos simplistas de vencer la inflación, a través de medidas parciales y convencionales tales como los regímenes cambiarios con anclas de inflación nominales, o a través de enfoques heterodoxos como el control de precios, pueden ser decepcionantes y muy costosos como lo muestra

el caso reciente de Venezuela. A inicios de la década pasada, por ejemplo, cuando el gobierno del fallecido presidente Chávez lanzó políticas más ortodoxas para combatir la inflación y usar la estabilización basada en la tasa de cambio, la inflación no convergió hacia niveles bajos. Así que mientras la inflación era persistente (en un nivel de dos dígitos) y la tasa de cambio nominal permanecía fija, la moneda de Venezuela se sobrevaluaba de manera incremental, lo que produjo una mayor fuga de capitales y expectativas de maxidevaluaciones e inflación más alta. Además, el sistema de controles de precios integral, que data de la formación del sistema de asignaciones de divisas en el 2003, tampoco ha controlado la inflación. En efecto, los controles de precios simplemente enmascararon los síntomas de la inflación y aumentaron las tasas de inflación en lugar de bajarlas<sup>11</sup>.

El enfoque que usamos para el análisis y la evaluación de la política inflacionista en Venezuela trata de integrar, dentro de un mismo marco, cuatro mecanismos de transmisión que consideramos importantes para comprender mejor los factores causales: vía de variaciones de precio relativo, vía procesos fiscales-monetarios (demanda excesiva), vía expectativas de inflación y a través de la persistencia.

---

<sup>11</sup> Primero, como demostraron Cukierman y Leiderman (1984), bajo un sistema de controles parciales, en una economía en donde existe una distribución de precios relativos amplia y sesgada, una mayor variabilidad de precios relativos significa una mayor inflación general. En segundo lugar, con controles de precio, siempre hay una lista de productos que se encuentran exentos o productos para los cuales los controles no son vinculantes. En este caso, las empresas pueden aumentar más los precios de estos bienes y servicios no sujetos a los controles de precios y así evitarlos. En tercer lugar, con controles de precios aparecen escaseces. Los precios subirán como cuando hay demanda excesiva en el mercado. Además, inevitablemente la escasez lleva a la aparición de mercados negros. Por lo tanto, con precios controlados habrá un grupo de compradores insatisfechos; por ejemplo, los compradores que no pudieron comprar la cantidad de productos que deseaban. Algunos de estos compradores estarán dispuestos a pagar un precio más alto que el precio controlado. Finalmente, si los controles distraen la atención del gobierno del uso de políticas macro y estructurales para combatir la inflación, podría seguir operando el conjunto de complejos factores que llevan a la inflación crónica.

A la luz de las preocupaciones sobre los múltiples factores que afectan el comportamiento de los precios locales en Venezuela, hemos realizado una investigación empírica usando una especificación estocástica general del cuadro mencionado más arriba.

$$\pi_t = \alpha + \beta_i \sum_{i=1}^l \pi_{t-1} + \delta_k \sum_{k=0}^n GAP_{t-k} + \gamma_j \sum_{j=0}^m RPV_{t-j} + \theta_p \sum_{p=0}^q ERE_{t-p} + e_t \quad (1)$$

En (1) la variable dependiente es la tasa de inflación del IPC. El primer término al lado derecho es la constante, el segundo es la inflación rezagada (un indicador de la inercia de inflación), el tercero es un índice de exceso de demanda (la brecha de producto), el cuarto es la variación relativa de precios (un indicador de oferta), el quinto capta el efecto de las expectativas de inflación a través de un índice de sobrevaluación de la tasa de cambio real, y el sexto es un término de error serial no relacionado.

Un subconjunto de la expresión (1) se refiere a una curva de Phillips convencional que tiene dos características distintivas o esenciales: primero, el rol de la inercia generalmente interpretado como algo que va más allá de una formulación específica de formación de expectativas e incluye más bien otras fuentes como la indexación informal y los ajustes escalonados de precios; luego, la fuerza conductora del lado de la demanda como una brecha de desempleo o de producto. El tan conocido «modelo del triángulo» (Gordon 1983, 1997, y 1998), previamente especificado por Mario Henrique Simonsen (1970), también incluiría explícitamente variables de *shock* de la oferta en la ecuación de inflación<sup>12</sup>. La presencia del término *ERE*, que representa

<sup>12</sup> La mayor parte de medidas de *shock* de oferta que se introducen en las estimaciones de inflación en las economías industrializadas son cambios en los precios relativos de los alimentos y la energía. Según Ball y Mazumder (2011) desde la década de 1970 estas variables han añadido mucho a la R<sup>2</sup>. El problema con este método es que asume que los sectores que enfrentan *shocks* de oferta son bastante limitados y pueden determinarse *a priori*. En el contexto de la economía venezolana seguimos

las expectativas de una evaluación de tasa de cambio nominal, introduce esencialmente el efecto de que el riesgo de devaluación puede tener sobre las expectativas de inflación. En efecto, sostenemos que en el caso de Venezuela las expectativas de inflación están muy vinculadas con y guiadas por expectativas de ajuste de tasa de cambio. Por lo tanto, al incluir expectativas de ajustes de tasa de cambio, la ecuación (1) puede verse fácilmente como una versión ampliada del modelo de triángulo de Gordon.

Para calcular un índice de variaciones de precio relativo que pueda representar ajustes sistemáticos en los precios administrativos (precios bajo control gubernamental), usamos medidas estándar de la distribución de cambios de precio relativo. El segundo momento se define como:

$$RPV_t = \left[ \sqrt{\sum_{i=1}^n w_i (\pi_{it} - \pi_t)^2} \right]^{1/2} \quad (2)$$

Los datos establecidos para calcular  $RPV_t$  contienen los registros del índice del precio al consumidor (IPC) de 37 subgrupos recolectados mensualmente por el Banco Central de Venezuela entre 1999:1 y 2011:12.

Siguiendo la práctica de la mayor parte de la macroeconomía aplicada, representaremos la brecha de producción,  $GAP_t$ , por la diferencia entre un índice de actividad económica y una tendencia de largo plazo de ese índice. La tendencia de largo plazo se deriva directamente (del nivel actual) aplicando el filtro Hodrick-Prescott (HP). Ya que estamos lidiando con cifras mensuales, usaremos el índice de ventas al por menor publicado por el Banco Central dividido por el IPC (usando 1997 como año base).

---

a Ball y Mankiw (1995) quienes proponen un método alternativo que usa un índice de variación de precio relativo y la asimetría (o sesgo) de una distribución de cambio de precio transversal para representar el *shock* de oferta.

Para la construcción del índice de sobrevaluación de la tasa de cambio o riesgo de devaluación, el estudio presente se basa en una metodología simple, en la cual medimos la desviación entre la tasa de cambio implícita calculada como el dinero amplio (M2) al ratio de reservas extranjeras y al ratio de equilibrio que asumimos es igual a 1. El índice es dado por:

$$ERE_t = \frac{M_t}{R_t ER_t} - 1 \quad (3)$$

En un sistema de estabilización cambiaria, al calcular que parte de la oferta de dinero local está respaldada por las divisas, cualquier desviación que dé (3) como resultado enviaría hipotéticamente una preocupante señal de vulnerabilidad externa y generaría expectativas de ajustes hacia arriba en la tasa de cambio nominal ( $ER_t$ ).

Una vez establecidas las propiedades de las series de tiempo —que son todas (1)— y luego de verificar el retraso óptimo, simplificamos un séptimo orden del modelo ARDL (retraso distribuido autoregresivo) hacia un ARDL más parsimonioso. Los resultados de la regresión por OLS pueden verse en la tabla 2. La tabla enumera estadísticas de diagnóstico para contrastarlas con varias hipótesis alternativas: autocorrelación residual (AR y DW), heterodasticidad condicional autoregresiva (ARCH), sesgo y curtosis excesiva (normalidad), etcétera; los grados de libertad, los paréntesis y (para AR y ARCH) el orden de retraso es en primer grado libertad. Las pruebas de diagnóstico indican que los residuales están normalmente distribuidos y que no hay problemas de autocorrelación. Además, la prueba de heterodasticidad condicional autoregresiva, en la cual la distribución de muestreo del estadístico de la prueba es una distribución de chi-cuadrada, es consistente con un término de error de ruido blanco.

Respecto a los parámetros, al mirar las estadísticas  $-t$  (en paréntesis), la hipótesis nula, en la cual  $\mu = 0$ , es totalmente rechazada (al 5%). Por ejemplo, para el periodo de muestreo bajo examen, existen efectos de impacto positivos significativos sobre la inflación del IPC del índice

de la brecha de producción, del índice de variación de precios relativos y del índice de desalineación de la tasa de cambio. Además, hay efectos significativos de la inflación rezagada lo cual implica que los efectos de inercia están claramente presentes. El modelo incluye la variable ficticia que toma el valor de 0 para todo el año 2002 —un año de extrema turbulencia política—, lo cual también es significativo.

**Tabla 4. Ecuación de inflación**

---


$$\pi_t = 13.23 + 0.26\pi_{t-1} - 0.024GAP_{t-2} + 0.03GAP_{t-3} + 0.06RPV_t + 0.04RPV_{t-3}$$

(0.008)      (0.0003)      (0.036)      (0.012)      (0.000)      (0.0007)

(0.005)      (0.08)      (0.021)

Observaciones = 153, T(1999:4 -2011:12), R2 = 0.71, EE = 0.74

---

Pruebas de diagnóstico

---

AR(1): p-valor = 0.695    DW = 1.941    Prueba de White: p-valor = 0.000  
 AR(2): p-valor = 0.431

ARCH(1): p-valor = 0.065    Normalidad: X2(2): p-valor = 0.0002  
 ARCH(2): p-valor = 0.179

---

Fuente: estimaciones propias a partir de datos del Banco Central de Venezuela y *Dolar Today*.

Esta validación empírica del proceso de inflación venezolano en términos de componentes múltiples del modelo triangular aumentado proporciona interpretaciones interesantes del mecanismo de inflación, así como importantes implicaciones de políticas.

Las múltiples faltas de flexibilidad o rigidez pueden servir para explicar el mecanismo a través del cual todas estas variables están afectando la evolución actual de precios en Venezuela. No es sorprendente que la variabilidad de precios relativos pueda afectar la inflación en un país plagado de controles de precio<sup>13</sup>. Ya hemos sostenido que desde el 2003 un fuerte sistema de controles de precio fue establecido en Venezuela.

<sup>13</sup> Contreras y Guarata (2013) confirman esta causalidad de RPV a la inflación usando datos mensuales para el periodo 2000:1-2011:10.

Fernández (2009) estima que cerca de 50% de los artículos de la canasta fija de bienes y servicios contenidos en el IPC están sujetos a controles del gobierno. De manera típica, el ajuste de precios relativos de esta estructura altamente distorsionada de precios controlados puede contribuir con la inflación, si otros precios son poco flexibles (*sticky*), a la baja<sup>14</sup>. Además, mientras la inflación avanza, los ratios de rentabilidad en la producción de esos bienes y servicios para los que no se autorizaron ajustes de precios quedaron afectados negativamente. De cuando en cuando, para evitar escaseces críticas, las autoridades gubernamentales pueden ser inducidas a recuperar el deterioro de algunos de estos precios relativos autorizando ajustes ascendentes periódicos pero aleatorios, que prolongan las dinámicas de inflación de precios.

Desde una perspectiva de política económica, es crucial la transición hacia un vector no inflacionista de precios relativos. La medida de controles de precio y la necesidad de una desinflación rápida apoyan principalmente una rápida transición hacia precios del mercado. La Ley de Costo y Precios Justos, que establece los estándares para determinar los precios de los bienes y servicios, los márgenes de ganancia y los mecanismos de comercialización, debería ser eliminada sistemáticamente. Sin embargo, una eliminación general y rápida de las distorsiones de precio puede de manera inevitable generar ajustes descendentes en los salarios reales y un creciente descontento social. Este problema es importante en vista de los efectos que la aceleración inesperada de la inflación tiene en los asalariados y en general entre

---

<sup>14</sup> Evidentemente, desde una perspectiva clásica los cambios en los precios relativos y la varianza de la distribución a partir de las tasas de inflación individuales de los bienes y servicios comprendidos en el IPC no tienen que dar como resultado necesariamente un aumento de la inflación si los aumentos de precios de algunos bienes son compensados con una disminución equiparable de otros. Pero cuando una distribución de precios está tan positivamente sesgada y prevalece la inflexibilidad a la baja de los precios, incrementos grandes o pequeños de los precios de unos pocos bienes pueden asociarse a un incremento de la inflación promedio. La prueba teórica pertenece a los trabajos de Oliveira (1960 y 1964) aunque Ball y Mankiw (1995) posteriormente proporcionaron una explicación en términos estadísticos.

los perceptores de un ingreso fijo. Una red de seguridad de subsidios directos que remplace los subsidios indirectos inexplicablemente vinculados con el sistema de control de precios podría proporcionar un alivio muy necesario para el público en general y apoyo para el programa. Por supuesto, el éxito de la eliminación de distorsiones de precios relativos combinada con la eliminación del control de cambios para las transacciones comerciales, antes que un fracaso o aceptar el *statu quo*, produce algunas fuentes importantes de apoyo al programa. El público en general apreciaría la eliminación radical de escaseces y colas, y contar con una variedad mayor de bienes y servicios.

A pesar de que es muy probable o inevitable un salto en los precios como resultado de la liberalización generalizada de precios, una vez que desaparecen las distorsiones en la estructura de precios relativo, las presiones sobre la inflación promedio provenientes de cambios de precio relativos deberían disminuir. Existen varios argumentos a favor de llevar a cabo la mayoría de medidas de liberalización de precio en un gran movimiento y no hacerlo de manera gradual. En primer lugar, a pesar de que el salto inicial de precios puede ser sustancial, la desinflación puede materializarse más rápidamente si se toman otras medidas complementarias. En segundo lugar, la liberalización de precios radical es necesaria para eliminar rápidamente las escaseces generalizadas, lo cual a su vez es necesario no solo para el bienestar del consumidor, sino también porque permite que las empresas operen con más eficiencia.

En el caso de Venezuela, así como en muchos otros casos investigados, los picos agudos y periódicos en la varianza medida de los precios relativos coinciden con picos de inflación. Esto sugiere que estos picos pueden estar ampliamente asociados con episodios de incremento de sueldos y precios administrados, pero también con *shocks* de suministros que provienen de la devaluación. Después de todo, la tasa de cambio real es el precio relativo más importante en los países de desarrollo como Venezuela. Pero una gran devaluación formal no implica simplemente un cambio en el precio relativo adicional a las presiones inflacionarios

potenciales a corto plazo. La interpretación de los efectos inflacionarios de las realineaciones de la tasa de cambio se complica más por el hecho de que este tipo de *shock* de oferta puede influir en la extensión de la sobrevaluación de la moneda y las expectativas de inflación. De hecho, como sugieren los resultados de las series temporales presentadas anteriormente, al cerrar la desviación de la tasa de cambio real respecto a su nivel de equilibrio, un ajuste del tipo de cambio puede reducir las expectativas de una inflación más elevada. Por lo tanto, al inicio del programa de estabilización, la decisión de lograr que la tasa de cambio nominal flote y luego intervenir en el mercado monetario para lograr la SCRER puede desencadenar presiones inflacionistas a corto plazo; sin embargo, lo que se espera es que con un movimiento que avanza hacia una tasa de cambio real competitiva, los riesgos de devaluación disminuyen para reorientar positivamente las expectativas de inflación en un mediano a largo plazo.

La realineación de precios relativos y la contención de las expectativas de inflación no serán capaces de impedir presiones inflacionarias si las políticas fiscales y monetarias son inconsistentes con el objetivo de mantener las presiones inflacionarias bajo control. El punto es que, en una economía en la cual la inflación ya se está acelerando y está disminuyendo la demanda por dinero, una expansión irrestricta del crédito local por el Banco Central se enfrentará al creciente deseo de las personas de poseer activos alternativos, que en el caso de Venezuela son mayormente escasos. En algunos casos, el mercado de alimentos, para las personas más pobres, el mercado de activos alternativo. En otros casos, para aquellos que tienen mayor acceso a la moneda dura extranjera, la moneda local sufre el ataque. El problema se agrava por los controles del gobierno sobre las tasas de interés —que han permanecido altamente negativas— y los activos financieros disponibles<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Hausmann (1999) evalúa los dos *shocks* externos negativos que ocurrieron en Venezuela en 1982-1985 y 1986-1989, y explica las variantes de estas dinámicas en términos de una serie de estrategias defensivas por parte de los agentes privados.

Como resultado, los mercados donde el suministro está restringido responderán a un incremento no programado de la oferta de dinero con incrementos de precio agudos.

La relación positiva que encontramos entre la brecha de producción y la inflación puede estar reflejando situaciones donde una expansión menor de la demanda no será equiparada por un incremento en la producción efectiva sino más bien por un incremento del nivel de precios. A pesar de que no es fácil medir e interpretar la brecha de producción en una economía llena de cuellos de botella, lo que parece estar sucediendo en la economía venezolana es que muchos sectores con capacidad disponible están enfrentando restricciones de suministros<sup>16</sup>. Por lo tanto, desde un punto de vista de políticas, parece claro que mientras las reformas trabajan para eliminar alguno de estos cuellos de botellas, el monitoreo de los agregados monetarios y la política monetaria en general juegan un rol preponderante en la lucha contra la inflación.

La importancia del coeficiente de inflación rezagada indica que en Venezuela persiste la inflación. Esto no es un resultado nuevo. Empezando con los trabajos fundamentales de Edwards (1993), Zambrano, Riutort y Páez (1996) y Dorta, Guerra y Sánchez (1997), los estudios empíricos han arrojado evidencia sobre la presencia de componentes inerciales en los procesos inflacionarios en Venezuela. Más recientemente, los estudios realizados por Guerra, Olivo y Sánchez (2002); Álvarez, Dorta y Guerra (2002); Zambrano y López (2003), Maldonado (2011) y Contreras y Guarata (2013), muestran que, entre otros factores, la tasa de inflación se mueve mucho en respuesta a la inflación rezagada. De manera acorde, la indexación retroactiva informal, la falta de sincronización de precios y una política monetaria complaciente hacen que la inflación sea menos sensible a la demanda y que también esté determinada por su propia historia. La existencia de ajustes de precios escalonados

---

<sup>16</sup> El control de cambios y la compresión de las importaciones probablemente afectarían la producción local. Por lo tanto, el estancamiento productivo se debe a la vinculación de la oferta con el sector externo.

y de contratos indexados informalmente con rezagos variados implica que, en cualquier momento, habrá una dispersión significativa de precios relativos en la economía con algunos precios recién reajustados y otros rezagados muy por detrás. En estas circunstancias, incluso un proceso de liberalización súbito tomaría algunos precios en sus valores pico y a otros en su punto mínimo. Dichas desalineaciones de precios crearían inevitablemente presiones inflacionarias adicionales, ya que los hábitos preexistentes de ajuste de precios seguirían forzando la subida de los precios rezagados.

La persistencia también denota hasta qué punto los valores futuros de inflación están relacionados con los *shocks* pasados o, en otras palabras, la velocidad de ajuste hacia el valor de largo plazo. De manera consecuente, la medida de la persistencia de la inflación es una preocupación de los formuladores de políticas y los miembros del Banco Central, ya que el costo de la desinflación depende de ella. Si la persistencia es alta, el costo en términos de producto será importante y la inflación se dirigirá a un menor valor de largo plazo solo gradualmente. Por lo tanto, para diseñar un programa antiinflacionista óptimo, es crucial saber cómo lidiar con el componente inercial.

Como quedó demostrado durante los años ochenta y noventa en distintas experiencias latinoamericanas, ni los controles de sueldo ni la confiscación de activos son útiles para lidiar con la persistencia de la inflación. Una mejor idea para los países que sufren de inflación crónica y acelerada es mover la economía a un valor de referencia unificado. Este fue el camino seguido, por ejemplo, en Brasil, en donde Fernando Henrique Cardoso presentó al país el Plan Real, el 7 de diciembre de 1993<sup>17</sup>.

En resumen, la idea sería instituir un proceso de reforma monetaria en la cual las autoridades gubernamentales introduzcan una unidad

---

<sup>17</sup> El Plan Real fue, en resumen, un programa de estabilización de tres pilares y de tres etapas con un mecanismo de presupuesto equilibrado, una unidad de cuenta estable para alinear los precios relativos más importantes de la economía, y la conversión de esta unidad de cuenta en una tasa de paridad fija con el dólar estadounidense.

de cuenta local o una unidad de valor indexado (UVI), con un valor de tasa de cambio virtual de  $1 \text{ UVI} = \text{US\$ } 1.00$ . El valor monetario local inicial de esta unidad de cuenta sería igual a la tasa de cambio de paridad que resulta del proceso previo de flotación administrada y de un tipo de tasa de cambio real objetivo. Este valor, a su vez, se revaloraría cada día junto con la tasa de inflación corriente. Específicamente, el valor de la UVI sería reajustado según la evolución de la tasa de inflación mensual pasada interpolada diariamente. Este valor relativo sería publicado por las autoridades gubernamentales cada día. Esencialmente significa que todos los contratos y ajustes de precios de la economía podrían, desde ese momento en adelante, indexarse diariamente. Por lo tanto, según un conjunto de reglas preespecificadas, todos los contratos de precios y salarios se convertirían en múltiplos de esta unidad de valor, reemplazando de esta manera todos los contratos existentes previos, que fueron establecidos según reglas de ajustes de precio distintas, durante otros periodos superpuestos y en otros plazos. Cuando la estabilización empieza formalmente y la inflación converge gradualmente hacia un solo dígito, la unidad de cuenta (vinculada al dólar) se vuelve la nueva moneda a una paridad de uno con uno frente al dólar<sup>18</sup>.

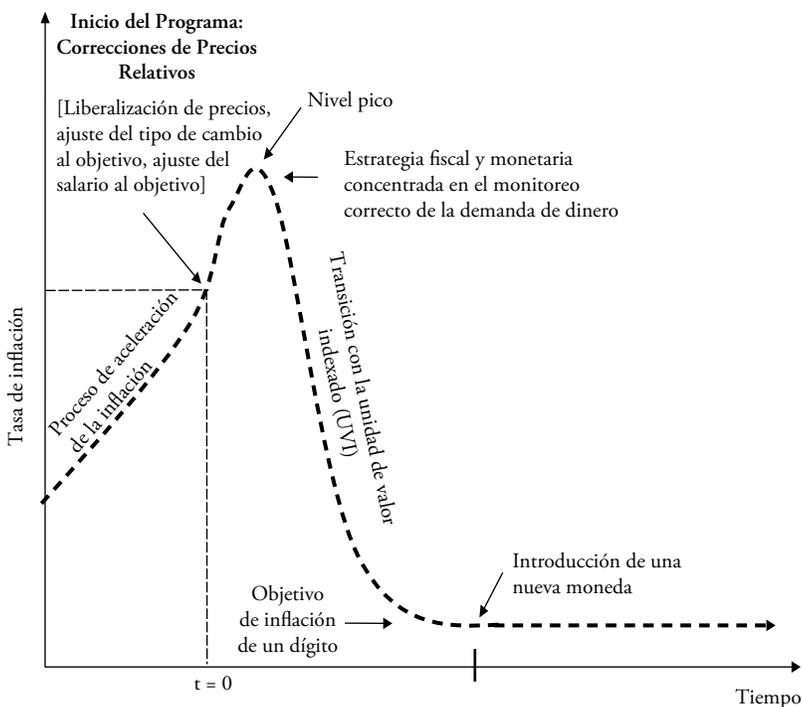
El propósito de este pilar del plan es encontrar un mecanismo para alinear los ajustes de los precios relativos más importantes en la economía y llevar a cabo una conversión de precios y contratos coordinada con una nueva moneda estable. En este caso las autoridades monetarias se comprometen luego a un proceso gradual de conversión monetaria. Por lo tanto, si una monetización del déficit del sector público en una economía de oferta restringida lleva en general a la inflación, la expansión monetaria guiada por un incremento de la demanda por saldos nominales sería la respuesta natural a un proceso de total indexación.

---

<sup>18</sup> Esto no implicaría que la nueva moneda permanecería fija en una paridad de uno a uno o que nuevas adiciones a la oferta de dinero deberían ser respaldadas por adiciones de dólares al fondo de reservas internacionales. Ya dijimos que en términos de política cambiaria el compromiso de las autoridades monetarias es mantener una SCRER.

En resumen, para controlar la inflación proponemos un plan que incluye tres pasos: (i) un enfoque «big bang» orientado a eliminar todas las distorsiones de precio relativos, incluyendo la tasa de cambio real sobrevaluada; (ii) una estrategia fiscal y monetaria centrada en el monitoreo correcto de la demanda de dinero para evitar expansiones irrestrictas de la oferta de dinero y (iii) un proceso de reforma monetaria que se realice durante algunos meses de adopción voluntaria de una nueva unidad de conteo, que se vuelva luego la moneda nacional. El gráfico 7 muestra la manera como visualizamos la transición hacia un escenario de menor inflación.

Gráfico 7. Transición hacia una menor inflación



## DESAFÍOS PARA LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA

La inflación extremadamente alta, las crecientes restricciones del gasto del gobierno y un mal entorno de negocios, combinados con severas restricciones del lado de la oferta, harán que la recesión venezolana se prolongue y persista en el futuro. Sin un cambio de las políticas, será más difícil lograr la recuperación económica, ya que el camino de la expansión de la producción venezolana depende tradicionalmente de los precios del petróleo y de la capacidad del gobierno de fomentar las ganancias de las divisas.

Por supuesto, el éxito del «plan antiinflacionista» y el súbito fin de la inflación tienden a reactivar la actividad económica, pero no se puede esperar mucho del gasto gubernamental ya que los precios de la energía permanecerán probablemente bajos en los próximos años. Por lo tanto, es poco probable que la recuperación económica en Venezuela alcance tasas precrisis a menos que se lleven a cabo reformas del lado de la oferta.

Quizá el aspecto más sorprendente del proceso de ajuste pos 2013 tras el déficit de pagos externos ha sido la imposición de un grado extremo y sin precedentes de compresión de la importación sobre el sector privado. En otras palabras, la escasez de materia prima importada, de componentes o de repuestos puede ser considerada la mayor restricción fija a la productividad local. El mantenimiento de estas restricciones de importación ha llevado a la economía a un nuevo equilibrio caracterizado por una producción real permanentemente menor. Si la recuperación de la producción se considera una prioridad absoluta, se necesita rápidamente liberar los controles de cambio en todas las transacciones comerciales y eliminar las restricciones a las importaciones. La respuesta productiva de la eliminación de estas restricciones cuantitativas debería ser incluso más alta que la respuesta a los incentivos en los precios. Los esfuerzos para unificar la tasa de cambio y permitir la convertibilidad de la cuenta corriente en un entorno de régimen cambiario competitivo deberían verse como una oportunidad para la producción de transables por los menos a mediano plazo.

Una intervención estatal masiva en la economía y un marco legal y normativo volátil hace que Venezuela presente un clima difícil para las empresas locales y extranjeras. El proyecto del gobierno de institucionalizar el «socialismo del siglo XXI» en Venezuela ha puesto énfasis en una actividad económica manejada por el estado y se ha apoyado en una regulación pesada, y dispareja de la economía, degradando el entorno operativo e incrementando los riesgos para los negocios del sector privado.

El gobierno venezolano ha nacionalizado empresas en los diversos sectores durante los últimos años, usando dichas expropiaciones como un pilar de su proyecto de institucionalizar el socialismo en Venezuela. Los sectores afectados han incluido: agricultura, producción de alimentos, productos químicos, construcción, electricidad, finanzas, manufactura, minería, petróleo, puertos, sector inmobiliario, acero, telecomunicaciones y transportes. Algunas estimaciones indican que el gobierno ha expropiado más de 1170 negocios privados desde 1998<sup>19</sup>. Obuchi, Lira y Abadí (2011) señalan que, entre 2007 y 2010, el gobierno venezolano pagó alrededor de US\$ 23 mil millones por expropiaciones y adquisiciones. La mayor parte de estas transacciones no solo han debilitado la producción nacional de productos y servicios básicos, sino que este modelo ha llevado a las firmas nacionales al borde de la banca rota. Los ejemplos en el sector alimentario y de la red de distribución nacional son emblemáticos. Al inicio del año 2016, después de anunciar el desmantelamiento de las cadenas gubernamentales de distribución de productos alimenticios nacionales, así como la red de distribución del gobierno, el presidente Maduro exigió una reestructuración integral de los programas sociales de alimentos como la «Misión Alimentos».

La transición y el progreso hacia la privatización transformacional y de activos de muchas empresas públicas (ver Balcerowics, 1995)

---

<sup>19</sup> Cifras de la Confederación Venezolana de Industrias (Conindustria).

deberían evaluarse como un requisito para la recuperación clave de la economía. La privatización de activos, que resulta de subcontratar o transferir activos a través del otorgamiento, concesión, o arriendo de una franquicia de largo plazo al sector privado, puede producir el rápido crecimiento de un nuevo sector privado. Por supuesto, el éxito de este proceso depende de la macroestabilización —resolver el problema de la inflación y la restricción externa— y de otros incentivos como la liberalización de precios. La privatización transformacional, que es la manera más clásica, puede asegurar una mejor estructura de gobernanza corporativa que la anterior, y esta diferencia estará reflejada en las distintas tasas de crecimiento potencial de la productividad de la empresa.

A pesar de que las incertidumbres relacionadas con las «reformas bolivarianas» introducidas por el gobierno que pueden afectar los derechos de propiedad privada han disminuido —después de que los vientos petroleros empezaron a afectar a Venezuela—, subsisten las tensiones en la relación entre los sectores gubernamental y privado. Las empresas tienen que enfrentar recaudación fiscal agresiva y cierres de negocios potenciales por violaciones de política fiscal e infracciones menores por parte de la Autoridad Fiscal Venezolana (SENIAT), cumplimiento agresivo de normas y regulaciones de protección del consumidor poco claras y cambios dramáticos (sin o con poco aviso) en las regulaciones que rigen los intercambios, la industria y el comercio, en un entorno de falta de certidumbre e independencia judicial. Venezuela se encuentra en el puesto 180 de 185 de economías en *Doing Business* 2013, y de acuerdo al índice de libertad económica de la Heritage Foundation, la puntuación de libertad económica de Venezuela es 38.1, colocando a Venezuela en el puesto 174 de economías libres para 2012.

Enfrentar todas las inadecuaciones del entorno de negocios simultáneamente es imposible, pero el país —y las autoridades gubernamentales en particular— tienen que realizar un importante esfuerzo para mejorar los incentivos y superar este clima económico para satisfacer las demandas sociales sin conflictos serios.

Responder por el lado de la oferta no solo significa una amplia desregulación y cambios institucionales para reducir las restricciones en la oferta, sino también una política razonable para levantar los controles de precio. Ya hemos sostenido que la política de controles de precio y topes a las ganancias probablemente ampliarán la variabilidad de precios relativos que, en un contexto de ajustes descendentes lentos de precios poco flexibles, alimenta la inflación, pero los controles de precio también desalientan el crecimiento productivo y la inversión que son tan necesarios. En general, las ventajas globales producto de la liberalización de precios son positivas. Probablemente es muy cierto que los efectos de bienestar puedan ser menores cuando se eliminan subsidios indirectos a través de controles de precio, pero hay dos efectos positivos de la liberalización de precios: menos colas y más producción. Incluso debería ser posible, en principio, compensar al segmento de la población de menor ingreso a través de subsidios directos y aun así lograr más bienestar general.

### **EL APOYO DE POLÍTICAS MONETARIAS Y FISCALES**

La estabilidad de la tasa de cambio real competitiva, la conversión de equilibrio voluntaria hacia la UVI —y todos los esfuerzos para contener la inflación— y un programa exitoso de recuperación económica, dependen mucho de la credibilidad del programa, con agentes económicos convencidos no solo de que existe un plan para resolver la compleja situación económica de Venezuela, sino también políticas monetarias y fiscales consistentes con los principales objetivos de política.

Se puede considerar que dos aspectos de la política monetaria son cruciales desde la perspectiva de un programa de estabilización y recuperación. Primero, que la política monetaria bajo los nuevos regímenes de tipo de cambio y moneda no debe ser usada como un mecanismo complaciente para financiar el déficit fiscal. En segundo lugar, que la capacidad del Banco Central de controlar la política monetaria puede declinar abruptamente en cuanto la reforma monetaria genere un súbito cese de la inflación y de la demanda de incrementos monetarios.

El primer aspecto implica una revisión de las operaciones del Banco Central en cuanto a financiamiento monetario del sector público. Esto a su vez implica que la causa principal de la expansión de la base monetaria en años recientes, el financiamiento continuo de la compañía pública PDVSA y otras compañías del Estado, debería resolverse<sup>20</sup>. ¿Es posible? Para revelar la capacidad del gobierno de cambiar la postura fiscal y su influencia dominante en la política fiscal puede ser conveniente explorar los detalles.

En un entorno de inflación crónica y acelerada como es el caso de Venezuela, el gobierno central y en general las entidades públicas se protegen de la inflación través del gasto nominal ajustado a la inflación. En contraste, una cantidad importante de ingresos fiscales ordinarios en moneda local están amarrados con los ingresos petroleros en divisas. Mientras los precios del petróleo internacionales (e ingresos) estuvieron disminuyendo y la tasa de cambio nominal estuvo anclada, este componente de ingresos fiscales en moneda local no creció. Como resultado, la brecha fiscal se ha incrementado en los últimos años. A pesar de que no existe nada que las autoridades gubernamentales puedan hacer para revertir el precio del petróleo, un retorno rápido a una inflación menor, así como una unificación del tipo de cambio podrían cambiar esta situación de manera significativa. Como lo demostró Reisen (1989) hace mucho tiempo, en los países en vías de desarrollo altamente endeudados, una devaluación real disminuye el déficit presupuestal cuando los pagos de interés real por la deuda externa neta están por debajo del superávit presupuestal después de pago de intereses relacionado a transables. Esta es una situación que debe examinarse en el caso de las cuentas fiscales de Venezuela antes de actuar. Para estar seguros y propiciar

---

<sup>20</sup> En Vera (2015) demostramos que este *stock* acumulado de recursos líquidos —cuya contraparte se expresa como instrumentos de deuda de corto plazo— está altamente relacionado con el ratio entre M2 y reservas internacionales. Por lo tanto, una mayor liquidez que persiga el mismo volumen irrestricto de producción, y que perciba el mismo monto de dólares, tiene un impacto potencial tanto en la inflación como en las dinámicas de depreciación de la tasa de cambio.

este impacto —probablemente positivo— de la devaluación resultaría muy conveniente una acción de política discrecional, tal como reducir el gasto fiscal primario en divisas y el alivio de la deuda externa<sup>21</sup>.

Por lo tanto, siempre y cuando las compañías nacionales como PDVSA puedan resolver sus necesidades fiscales, no es necesario forzar al Banco Central a imprimir dinero para financiar el déficit público. Además, el Banco Central puede encontrar maneras de resolver de manera satisfactoria la deuda pendiente con PDVSA y otras entidades del sector público, intercambiando sus papeles de corto plazo ya emitidos (con una madurez máxima de un año) por nuevos bonos con un rango de madurez, por ejemplo, de 20 a 30 años. Para evitar la repetición de esta última situación, tiene que reformarse la ley del Banco Central de acuerdo con la Constitución, que debe prohibir dicho financiamiento monetario del déficit público para salvaguardar los logros de estabilización de corto plazo.

El segundo aspecto de política monetaria que merece consideración es que con una caída rápida en la tasa de inflación y la introducción posterior de una nueva moneda, la demanda de dinero real se incrementaría de manera significativa<sup>22</sup>. Esto, a su vez, implica que el sistema bancario y el Banco Central tienen que estar dispuestos a proporcionar la liquidez que se necesita para satisfacer cualquier aumento de la demanda de dinero. Prefijar objetivos de expansión monetaria bajo estas circunstancias debería ser difícil sino imposible.

Por lo tanto, la respuesta a la pregunta de cuales exactamente deberían ser los objetivos operativos de política monetaria es compleja. Inicialmente, para crear confianza y evitar presiones indebidas sobre

---

<sup>21</sup> Un gobierno de una economía orientada al exterior como la venezolana, con un importante sector minero, probablemente se beneficie en mayor medida de una devaluación que una economía introvertida sin empresas públicas orientadas a la exportación.

<sup>22</sup> Tanto los hogares como las empresas continuarán manteniendo moneda nacional, incluso en montos crecientes, en la medida en que consideren que una indexación total los protege de la inflación.

los precios y la tasa de cambio, las autoridades pueden comprometerse a cumplir objetivos estrictos para la base monetaria, pero esto puede resultar fútil más adelante, si la nueva moneda recibe una aceptación más alta de lo esperado.

En realidad, la respuesta a la misma pregunta es más fácil una vez que se ha logrado la estabilización. Siempre y cuando Venezuela retorne a un contexto de baja inflación, mayor confianza y libre convertibilidad, con un objetivo intermedio de una SCRER y suficientes reservas de divisas, se puede rediseñar un nuevo régimen de política monetaria. En este contexto, una autoridad monetaria independiente que tiene la inflación y la competitividad como sus objetivos de política fundamentales puede usar dos instrumentos bien conocidos: una tasa de interés de referencia e intervenciones esterilizadas.

Para evaluar la evolución reciente de la política fiscal se necesita buena información sobre las cuentas fiscales. Desafortunadamente, solo existe información limitada sobre los ingresos y desembolsos del gobierno. Los ingresos y gastos mensuales en efectivo del gobierno central eran publicados como parte del informe mensual del Banco Central en el pasado, pero esa publicación se discontinuó a mediados del 2012. La información anual se publica con un desfase de al menos dos años y sin detalle. Sin embargo, las estadísticas reconstruidas para el sector público consolidado (o restringido) indican que el déficit fiscal de Venezuela ha estado creciendo de manera estable durante la última década<sup>23</sup>. Los datos proporcionados por BoAML (2016), por ejemplo, indican que el sector público ha mostrado consistentemente un déficit de dos dígitos desde el 2010, y muestra que el déficit sobrepasó el 20% del PBI en 2015 (ver tabla 5). De hecho, a nivel del sector público venezolano, las cuentas muestran diez años seguidos de déficit persistentes.

---

<sup>23</sup> La definición del sector público consolidado cubre solo el gobierno central y el monopolio petrolero público PDVSA. No existen datos disponibles sobre el sistema de seguridad social, los gobiernos regionales u otras empresas públicas. Ninguna de las series incluye los fondos fuera de presupuesto como Fonden o los Fondos Chinos.

**Tabla 5. Cuentas fiscales (% de GDP)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Gobierno central</b>											
Gastos	25,9	29,8	25,6	25,7	26,5	22,9	26,4	28,4	28,8	24,7	22,9
Ingresos	27,5	29,7	28,6	24,5	21,4	19,3	22,5	23,5	26,8	23,4	17,4
Superávit primario	4,6	2	4,5	0,1	-3,7	-2,1	-1,8	-2,2	1,1	1	-3,5
Superávit financiero	1,6	0	3	-1,2	-5	-3,6	-4	-4,9	-2	-1,3	-5,5
<b>Sector público restringido</b>											
Gastos	33,3	38,8	35,8	34,5	33,2	31,6	39,5	47,1	47,1	45,9	44,5
Ingresos	36,3	36,4	31,8	30,3	23,4	21,2	27,9	29,7	30,2	33,1	23,5
Superávit primario	5,9	-0,3	-2,4	-2,8	-8,3	-8,6	-9,4	-13,5	-12,9	-9	-17,9
Superávit financiero	2,9	-2,4	-4,1	-4,2	-9,8	-10,4	-11,6	-17,4	-16,9	-12,8	-21

Fuente: BoAML (2016).

Los datos también mostraron que los problemas más significativos no se encuentran a nivel del gobierno central. Por el contrario, PDVSA parece estar en la peor situación fiscal. Para el año 2015, PDVSA representa 74% del déficit del sector público restringido. Esto es precisamente lo que explica el financiamiento monetario continuo de esta empresa pública. Como lo subraya Monaldi (2015), PDVSA estaba en mal estado financiero incluso antes del reciente colapso del precio del petróleo. Una excesiva recaudación fiscal, el desvío de recursos hacia fondos fuera de presupuesto y otras cargas sociales; el petróleo a cambio de créditos y otros contratos energéticos regionales, combinados con las ventas subsidiadas de productos y de crudo en el mercado local; han dejado a la empresa con un menores EBITDA. Una fuerte concentración de pagos de intereses y de amortización de deuda también han dejado a la empresa con un flujo de caja más débil (BoAML, 2016). Con los precios del petróleo actuales el flujo de caja de la empresa es negativo, por lo que no puede cumplir con sus obligaciones fiscales y sus planes de inversión. La situación financiera se complica cuando la brecha financiera de PDVSA se calcula en moneda local. Mientras que el gasto

se incrementa con la inflación (gasto nominal ajustado a la inflación), los ingresos en moneda local están amarrados a la tasa de cambio fija, un problema que ya ha sido señalado por Hernández (2016).

Una consolidación fiscal sostenible requerirá esfuerzos vigorosos a todos los niveles del sector público, pero probablemente una profunda reorganización de PDVSA, dada la situación financiera de la empresa y el costo creciente del crédito externo en el mercado. Incluso si toma tiempo llevar a cabo una reorganización duradera y una reestructuración de las empresas públicas, las acciones no deberían hacerse esperar si los formuladores de política quieren crear confianza en la nueva postura de política económica. Se pueden adaptar distintos tipos de gasto rápidamente para contener la situación financiera en el periodo de PDVSA. Una reducción de gastos beneficiosa implica enfrentar el gasto corriente en divisas. El gasto de PDVSA en divisas para alimentar fondos fuera de presupuesto y programas de gasto social no es el mejor ejemplo de transparencia y buen gobierno<sup>24</sup>. Por consiguiente, se requiere una reorganización administrativa de estos programas fuera de presupuesto para que el gobierno pueda alcanzar las metas que se propone —económicamente sanas y socialmente realizables— y evitar el resurgimiento del gasto en divisas. La reestructuración o el refinanciamiento preventivo de deuda extranjera deberían estar entre las primeras acciones. Por lo tanto, al reducir el componente de divisas del gasto del sector público, ambas acciones de política mejorarían el impacto fiscal de la unificación de la tasa de cambio.

PDVSA puede apoyar las finanzas públicas al consolidar su propio presupuesto, pero también se necesita una estrategia fiscal para el gobierno central. A pesar de que los problemas estructurales en el sistema de impuesto pueden contribuir significativamente a los déficits fiscales en Venezuela, la generación de ingresos como resultado del incremento

---

<sup>24</sup> Manzano y Scrofina (2013) sostienen que estos vehículos han sido usados para evitar el presupuesto formal y han proporcionado al gobierno discrecionalidad y flexibilidad ya que no están vinculados a las mismas restricciones legales y asignaciones que el presupuesto formal.

de las tasas de impuestos puede ser limitada y contraproducente, particularmente ya que la economía está pasando por una recesión severa. Una mejor estrategia puede involucrar venta de activos, desregulación, eliminación de privilegios rentistas y reestructuración preventiva de la deuda (nacional y extranjera). Por supuesto, el problema es que el ajuste fiscal, como ha sido ilustrado por las tareas que requieren las ya mencionadas reformas del sector público, toma tiempo. Esto deja, al inicio del programa de estabilización y recuperación, algunos factores más allá del alcance de las autoridades fiscales que pueden ser críticos. Los más importantes son el impacto de la devaluación de la moneda, la respuesta de la actividad económica y de la recaudación de impuestos al levantamiento de los controles de precios y las reformas del lado de la oferta, y los efectos de una menor inflación en las cuentas del sector público. A pesar de que estos factores macroeconómicos tienen un impacto significativo en el equilibrio del presupuesto, es difícil evaluar los efectos cuantitativos, ya que pueden depender mucho de parámetros específicos y realidades institucionales desconocidas.

Este último punto merece más atención. La consolidación fiscal puede entrar en problemas cuando el déficit financiero corriente se usa como una medida única o fundamental del ajuste fiscal requerido. Esto es especialmente pertinente en economías como la venezolana, sujetas a enormes distorsiones de precios relativos, alta inflación y profundas desaceleraciones. Si no se toman en cuenta los efectos del desfase de tasa de cambio, tasa de inflación y el tamaño de la desaceleración económica, puede sobreestimarse el déficit y la magnitud del ajuste.

Finalmente, a pesar de que se necesita algún grado de corrección fiscal a todos los niveles del sector público, es claramente necesario preservar y, si es posible, incrementar parte del gasto del gobierno en un paquete de redistribución de los subsidios directos y otras transferencias físicas y monetarias, incluso cuando se contiene el gasto total. Esto es especialmente cierto en un periodo de correcciones de precios relativos, de unificación de tasa de cambio y otras liberalizaciones cuando

es razonable esperar un aumento general de estrés social. El gasto en desarrollo social y programas contra la pobreza, a pesar de las conocidas fugas e ineficiencias actuales, puede ser bastante efectivo para aliviar el sufrimiento si se revisa de forma adecuada. Aquí no abordaremos propuestas prácticas ni específicas al respecto.

### **OBSERVACIONES A MODO DE CONCLUSIÓN**

Es necesario repetir que al final de la expansión económica la semilla de la crisis que Venezuela está enfrentando hoy en día tiene muy poco que ver con los desarrollos externos del mercado petrolero. Por años, la economía venezolana estuvo basada en un modelo de expansión fiscal masiva influenciado por el superciclo del precio del petróleo y el control gubernamental de la renta petrolera. Esto generó incentivos para anclar la moneda, acentuar el rol del estado en la economía, y expandir un sistema complejo de sobrerregulación y controles sobre el sector privado. El sobredimensionamiento del Estado conllevó un enorme incremento de la deuda y otras obligaciones del sector público, mientras que los superávits de las cuentas corrientes del país se tornaron muy rápidamente en masivas fugas de capital del sector privado. Los mayores ingresos petroleros también fueron un catalizador de la toma centralizada de decisiones y una nueva estructura de gobernanza que llevó a un deterioro institucional general. Al final, las inconsistencias políticas y el deterioro institucional explican por qué Venezuela, contrariamente a otros países latinoamericanos y a pesar de su recurrente superávit en cuenta corriente, no logró acumular una mayor reserva de reservas internacionales de protección.

Algo preocupante y que indica dificultades crecientes es el hecho que desde mediados de junio de 2014 una baja de casi 72% en el precio del crudo y el creciente servicio de la deuda externa han hecho que la restricción de divisas se vuelva más fuerte, lo que dejó en ruinas las finanzas externas y públicas de Venezuela. Con una posición débil en activos externos y muy pocos recursos financieros, el servicio de deuda

por pagar en los próximos años planteará un gran reto. La situación presenta numerosos gatillos potenciales para un descontento social amplio que podría incluso acelerar el cambio de régimen. Las consecuencias económicas de la inacción en términos de políticas y de una mayor compresión de las importaciones, que resulta de una priorización continua del servicio de deuda denominado en dólares o de un desordenado incumplimiento de pagos, puede ser fuente de extrema tensión.

Las dificultades causadas por la mala gestión de políticas y la creciente caída de los precios del petróleo abren el camino para una estabilización y recuperación oportunas y necesarias. Este estudio pretende ser un paso en esa dirección.

Hemos sostenido que, en su formulación más temprana, el desarrollo de una estrategia económica para lidiar con la crisis debería prestar atención especial a la resolución de la restricción externa. A pesar de que las macrocorrecciones clave de precios relativos, específicamente la corrección del desfase cambiario real, parecen ser importantes en el caso venezolano, también se necesitan canales adicionales de suministro y apoyo de liquidez externa para restaurar el equilibrio. En el caso del mercado cambiario, por ejemplo, la liquidez es un tema importante. En el muy corto plazo, la disponibilidad de divisas —para el funcionamiento normal del mercado cambiario— requiere cambios en la estructura institucional de gobernanza que gravita alrededor de los ingresos petroleros, así como la posibilidad de usar una estrategia de gestión de responsabilidad patrimonial extranjera que puede generar una masa crítica de recursos suficientes para compensar el muy bajo nivel de reservas internacionales. También se puede lograr espacio de política si se revisan los contratos petroleros que Venezuela mantiene con distintos países de América Latina y el Caribe.

Se necesita un espacio creciente de recursos líquidos para facilitar la transición inicial hacia el objetivo de una SCRER para tener un programa de estabilización serio. Sin embargo, esto puede no ser suficiente. Al implementar y promover la estabilización y recuperación

de la situación venezolana actual, los cambios de política tienen mayor probabilidad de tener éxito y ser sostenibles si cuentan con ayuda del alivio de deuda y préstamos extranjeros. Hemos sostenido que la reestructuración de deuda que evita un incumplimiento de pago debería ser considerada como la opción más realista. Por lo tanto, en vez de esperar reestructuraciones de deuda desordenadas, dolorosas e impredecibles que ocurran después de un incumplimiento de pago, una mejor opción es llevar a cabo una reestructuración temprana de la deuda que prevenga el incumplimiento de pagos.

Ya que hoy en día la economía venezolana está restringida desde el punto de vista de la oferta —específicamente por una falta de importaciones de bienes intermedios y materias prima—, resolver la restricción de divisas y recuperar el sistema de incentivos de precio son pasos fundamentales para solucionar el problema de crecimiento productivo. Otras reformas que no implican precios son las que eliminan la intervención masiva del estado en la economía y el marco legal y regulativo volátil, y que pueden mejorar sustancialmente el clima de negocios para las empresas locales y extranjeras.

Si el control de la inflación es importante para el éxito y la sostenibilidad del nuevo régimen de divisas —incluyendo una tasa de cambio estable y competitiva—, también es cierto que mucho del reciente problema de aceleración de la inflación puede verse como relacionado con las dinámicas cambiarias paralelas, que resultaron del control de divisas disfuncional y de la restricción de divisas. Por lo tanto, la solución de un problema, puede verse, en principio, como parte de la solución de otro problema. Sin embargo, hemos expresado preocupación sobre los múltiples factores que afectan el comportamiento de los precios locales en Venezuela. Los cambios recurrentes pero no anticipados en los precios relativos —especialmente los precios administrados—, las expansiones desordenadas de la demanda agregada frente a sectores con oferta restringida, y la indexación informal con falta de sincronización en los ajustes de precio, juegan un rol importante en las dinámicas de la inflación.

En este contexto, un enfoque integral parece ser la mejor opción frente a las reglas monetaristas simplistas.

Una coyuntura crítica en el diseño de un esfuerzo de estabilización y reforma está relacionada con la política fiscal y monetaria. En el pasado, varios países latinoamericanos que sufrían de una inflación alta y acelerada experimentaron con políticas fallidas en los cuales las estabilizaciones cambiarias y las políticas de ingresos —a través del congelamiento de precios y controles— se usaron como sustitutos inadecuados del ajuste fiscal y monetario. Bacha y Dias Carneiro (1990) llamaron a este tipo de ajuste «intentos de estabilización expansiva». Desafortunadamente, Venezuela no es una excepción en este caso. Los controles de precios y los esfuerzos por estabilizar la tasa de cambio (como ancla nominal contra la inflación) han fallado como mecanismos de estabilización de la inflación, mientras que la expansión fiscal y monetaria ha enfrentado una economía plagada de cuellos de botella productivos, que en parte absorbe las expansiones de la demanda mediante ajustes de precios.

Venezuela enfrenta una enorme brecha fiscal y la información y los datos muestran que los mayores problemas los tiene PDVSA. Para cerrar la brecha —en un caso clásico de dominancia fiscal—, el Banco Central ha estado financiando a la compañía petrolera. Este financiamiento ha sido un factor clave en el gran salto de los agregados monetarios. En contra de esta situación incómoda, hemos señalado distintos tipos de medidas de gasto que pueden ser adaptadas rápidamente para contener el deterioro de la situación financiera de PDVSA. Hemos sido más cautelosos respecto de la brecha del gobierno central. Durante un periodo de correcciones de precios relativos, unificación cambiaria, y otras liberalizaciones, es razonable esperar un posible incremento de las tensiones sociales. Por lo tanto, una política de compresión del gasto total del gobierno debe combinarse con una reasignación simultánea de los recursos públicos a favor de transferencias y subsidios directos que proporcionen un alivio muy necesario para la población general y otorguen respaldo al programa.

## BIBLIOGRAFÍA

- Abadí, Anabella, Bárbara Lira & Richard Obuchi (2011). *Gestión en rojo: evaluación de desempeño de 16 empresas estatales y resultados generales del modelo productivo socialista*. Colección Políticas Públicas. Caracas: Ediciones IESA.
- Álvarez, Fernando, Miguel Dorta & José Guerra (2002). Persistencia inflacionaria en Venezuela: evolución, causas e implicaciones. En José Guerra (ed.), *Estudios sobre la inflación en Venezuela* (pp. 71-96). Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Aron, Janine & John Muellbauer (2009). Monetary policy and inflation modeling in a more open economy of South Africa. En Gill Hammond, Ravi Kanbur y Eswar Prasad (eds.), *Monetary policy frameworks for emerging markets* (pp. 275-308). Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.
- Asonuma, Tamon & Christoph Trebesch (2015). *Sovereign debt restructurings: preemptive or post-default*. Working paper No. 5605. Munich: CESifo.
- Bacha, Edmar & Dionisio Dias Carneiro (1990) Stabilisation programmes in developing countries: old truths and new elements. En Pranab Bardhan, Mrinal Datta-Chaudhuri y Rishikesha T. Krishnan (eds.), *Development and change: essays in honor of K. N. Raj* (pp. 170-195), Oxford: Oxford University Press.
- Balcerowicz, Lezcek (1995) *Socialism, capitalism, transformation*. Londres: Central European University Press.
- Ball, Laurence & Gregory Mankiw (1995). Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks. *The Quarterly Journal of Economics*, 110, 161-193.
- Ball, Laurence & Sandeep Mazumder (2011). *Inflation dynamics and the great recession*. Working paper No. 11/121. Washington D.C.: International Monetary Found.
- Bank of America Merrill Lynch (2016). *Venezuela viewpoint. The Red Book: 4Q15 edition*, febrero. <http://www.innovaven.org/quepasa/ecoper62.pdf>
- Barclays (2015). Venezuela: reducing generosity. *Emerging markets research*, marzo.
- Barclays (2016). Is China restructuring Venezuela's debt? *Emerging markets research*, febrero.

- Contreras, José & Norma Guarata (2013). Inflación y variación de precios relativos en Venezuela. *Economía*, 38(36), 85-122.
- Cukierman, Alex & Leonardo Leiderman (1984). Price controls and the variability of relative prices. *Journal of Money, Credit and Banking*, 16(3), 271-284.
- Damill, Mario, Roberto Frenkel & Martín Rapetti (2005). The Argentinean debt: history, default and restructuring. *Desarrollo Económico*, 45(178), 187-233.
- Dornbusch, Rudiger (1986). *Inflation, exchange rates and stabilization. Essays in international finance No. 165*. Nueva Jersey: International Finance section, Department of Economics, Princeton University. [https://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Essays/E165.pdf](https://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E165.pdf)
- Dorta, Miguel, José Guerra & Gustavo Sánchez (1997). *Credibilidad y persistencia de la inflación en Venezuela. Documento de trabajo 11*. Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Edwards, Sebastian (1993). *Exchange rates, inflation and disinflation: Latin American experiences*. Cambridge: National Bureau of Economic Research – NBER.
- Energy Information Agency (2015). *Annual energy outlook 2015*. Washington D.C.: Departamento de Energía de los EE.UU.
- Fernández, León (2009). *Flexibilidad de precios en una economía con inflación: caso Venezuela. Documento de trabajo No. 107*. Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Frenkel, Roberto (2006). An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(4), 573-591.
- Frenkel, Roberto & Lance Taylor (2006). *Real exchange rate, monetary policy and employment. Working paper No. 19*. Nueva York: United Nations Department of Economic and Social Affairs - DESA.
- Frenkel, Roberto & Martín Rapetti (2007). Política cambiaria y monetaria después del colapso de la Convertibilidad. *Ensayos Económicos*, (46), 137-166.
- Frenkel, Roberto & Martín Rapetti (2008). Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina 2002-2007. *International Review of Applied Economics*, 22(2), 215-226.

- Gordon, Robert (1983). «Credibility» vs. «mainstream»: two views of the inflation process. En William D. Nordhaus (ed.). *Inflation: prospects and remedies, alternatives for the 1980s* (pp. 25-39). Washington D.C.: Center for National Policy.
- Gordon, Robert (1997). The time-varying NAIRU and its implications for economic policy. *Journal of Economic Perspectives*, 11(1), 11-32.
- Gordon, Robert (1998). Foundations of the goldilocks economy: supply shocks and the time-varying NAIRU. *Brookings Papers on Economic Activity*, (2), 297-346.
- Guerra, José, Víctor Olivo & Gustavo Sánchez (2002). El proceso inflacionario en Venezuela: un estudio con vectores auto-regresivos. En José Guerra (comp.), *Estudios sobre la inflación en Venezuela* (pp. 15-52). Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Hausmann, Ricardo (1999). Dealing with negative oil shocks: the venezuelan experience in the 1980s. En Paul Collier y Jan Willem Gunning, *Trade Shocks in Developing Countries. Volume 2: Asia and Latin America* (pp. 120-163). Oxford: Oxford University Press.
- Hernandez, Igor (2016). *La política petrolera en Venezuela: análisis, tendencias y propuestas*. Análisis 2/3. Caracas: Friedrich Ebert Stiftung. <http://library.fes.de/pdf-files/bueros/caracas/12626.pdf>.
- López, Oswaldo & Omar Zambrano (2003). *Relación de corto y largo plazo entre Agregados Monetarios e Inflación en Venezuela: algunas consideraciones empíricas*. Documento de trabajo 49. Caracas: Banco Central de Venezuela.
- Maldonado, Leonardo (2011). Globalización e inflación: efectos de la brecha del producto externo sobre Venezuela. *Cuadernos del Cendes*, 28(78), 67-94.
- Manzano, Osmel & José Scrofina (2013). *Resource revenue management in Venezuela: a consumption-based reduction strategy*. NRGi report. Nueva York: Natural Resource Governance Institute. <https://resourcegovernance.org/analysis-tools/publications/resource-revenue-management-venezuela-consumption-based-poverty>
- Monaldi, Francisco (2015). *The impact of the decline in oil prices on the economics, politics and oil industry of Venezuela*. Policy paper for the Center on Global Energy Policy. Nueva York: Center on Global Energy Policy,

- Columbia SIPA. [http://energypolicy.columbia.edu/sites/default/files/Impact%20of%20the%20Decline%20in%20Oil%20Prices%20on%20Venezuela\\_September%202015.pdf](http://energypolicy.columbia.edu/sites/default/files/Impact%20of%20the%20Decline%20in%20Oil%20Prices%20on%20Venezuela_September%202015.pdf)
- Olivera, Julio (1960). La teoría no monetaria de la inflación. *El Trimestre Económico*, 28(4), 616-628.
- Olivera, Julio (1964). On structural inflation and Latin-American «structuralism». *Oxford Economic Papers*, 16, 321-332.
- Páez, Karina, Matías Riutort & Luis Zambrano (1996). Financiamiento del gasto fiscal, dinámica monetaria e inflación en Venezuela. *Temas de Coyuntura*, (33), 145-184.
- Rapetti, Martín, Arslam Razmi & Peter Skott (2012). The real exchange rate and economic growth: are developing countries different? *International review of applied economics*, 26(6), 735-753.
- Rapetti, Martín, Arslam Razmi & Peter Skott (2012a). The real exchange rate and economic development. *Structural Change and Economic Dynamics*, 23(2), 151-169.
- Reisen, Helmut (1989). *Public debt, external competitiveness, and fiscal discipline in developing countries*. Princeton Studies in International Finance No. 66. Nueva Jersey: Princeton University. [https://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Studies/S66.pdf](https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S66.pdf)
- Rodrik, Dani (2008). The real exchange rate and economic growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 365-412.
- Simonsen, Mário (1970). *Inflação: gradualismo x tratamento de choque*. Río de Janeiro: Apec Editora.
- Vera, Leonardo (2015). Venezuela 1999-2014: macro-policy, oil governance and economic performance. *Comparative Economic Studies*, 57, 539-568.