

SOBRE LA PROPUESTA DE UNA REFORMA MONETARIA PARA VENEZUELA

RONALD BALZA GUANIPA*

Resumen

El siguiente ensayo expone las principales vinculaciones entre reservas internacionales, oferta monetaria e ingreso fiscal en Venezuela, para considerar sus posibles impactos sobre tipo de cambio, precios y producto de 1997 a 2005. Ello con la intención de evaluar la pertinencia de una reforma monetaria con las características del Plan Real de Brasil (1994), principal referencia de los proponentes. El trabajo concluye negando la necesidad y conveniencia de cambiar el número de ceros del bolívar, signo monetario venezolano.

Palabras clave: reforma monetaria, reconversión monetaria, ingresos fiscales petroleros, expansión monetaria, Plan Real.

On a proposal of monetary reform for Venezuela

Abstract

This essay exposes the principal links between international reserves, money supply and fiscal revenue in Venezuela, to consider their possible impacts on exchange rate, prices and product from 1997 to 2005. The objective is to evaluate the relevancy of a monetary reform with the characteristics of the Real Plan of Brazil (1994), principal reference of the policy suggested. This work ends up by denying the need and convenience of changing the number of zeros of the bolivar, monetary Venezuelan sign.

Key words: monetary reform, currency change, fiscal revenue in oil countries, monetary expansion, Real Plan

* Economista Universidad Central de Venezuela, 1993. Maestría en Teoría Económica, Universidad Católica Andrés Bello, 1998. Profesor – Investigador del Departamento de Economía del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de la Universidad Católica Andrés Bello (UCAB). Profesor de las Escuelas de Economía de la Universidad Central de Venezuela (UCV) y de la UCAB. Dirección: Final Av. Páez Urb. Montalbán La Vega. Edif de Postgrado IIES. Caracas – Venezuela. Z.P. 1020. Caracas – Venezuela. Correo electrónico: rbalza@ucab.edu.ve.

Essai sur la proposition de faire une réforme monétaire au Venezuela

Résumé

Ce travail porte sur l'impact des réserves internationales, de l'offre monétaire et des revenus fiscaux sur le taux d'échange, les prix des produits et le PIB, dans la période comprise entre 1997 et 2005 au Venezuela. Cela a été mis en rapport dans le sens d'évaluer la pertinence d'une réforme monétaire inspirée par le «Plan Real» du Brésil (1994). Le travail propose que il n'y a pas besoin de faire une telle réforme, vis-à-vis des caractéristiques de la monnaie vénézuélienne.

Des mots clés: Réforme monétaire, Reconversion monétaire, recettes fiscales pétrolières, expansion monétaire, "Plan Réal" Brésil 1994.

*Uno no puede resolver un problema cambiando
el nombre de la variable dependiente.*

David Hilbert (1862-1943)¹

INTRODUCCIÓN

A principios de 2006 el Banco Central de Venezuela (BCV) habría iniciado estudios sobre la posibilidad de una reforma monetaria en Venezuela, a solicitud de la Comisión de Finanzas de la Asamblea Nacional. Sobre los detalles de la propuesta se conoce únicamente lo que ha sido declarado por sus partidarios a los medios de comunicación impresos desde noviembre de 2004², que puede resumirse del siguiente modo:

¹ Sargent (1986:106) recoge esta cita, atribuida a un matemático que comenta la creación del *retenmark* (unidad monetaria equivalente a 10^{12} marcos de papel), antes del final de la hiperinflación alemana de 1923.

² Luego de la primera mención de una posible reforma monetaria durante este gobierno, en noviembre de 2004, los proponentes no volvieron a referirse a ella públicamente hasta finales de 2005. La única información disponible al escribir este trabajo proviene de declaraciones a medios de comunicación oficiales y privados realizadas por Rodrigo Cabezas, presidente de la Comisión de Finanzas de la Asamblea Nacional, Trino Alcides Díaz, Superintendente de Bancos, Gastón Parra Luzardo, Presidente del BCV y Domingo F. Maza Zavala, Director del BCV. Una muestra de tales declaraciones incluye ABN (2005, 2006a,b), Armas (2006a,b), Rodríguez (2004, 2006), Rojas (2004) y Vera (2006a,b,c,d,e). Al momento de concluir este trabajo, el tema de la reforma monetaria ha dejado nuevamente de ser comentado en público y la Comisión de Finanzas afirma no conocer el resultado de la investigación del BCV. En palabras de Maza Zavala, materias más urgentes habrían paralizado la iniciativa: "la euforia que se dio o el interés que tuvo de manifiesto ya no tiene la intensidad que mostró en su oportunidad; lo que no quiere decir que se haya abandonado" [Vera (2006a)].

1. Parte esencial de la propuesta contempla reducir el número de ceros del bolívar.
2. Parece inspirarse principalmente en el Plan Real.
3. Se le atribuye el poder de detener la inflación y fortalecer el bolívar reestableciendo su poder de compra, hacerlo más competitivo frente al resto de las unidades monetarias, aislarlo de escenarios devaluacionistas y propiciar una alta propensión al ahorro en moneda nacional, entre otras cosas.
4. Se le considera factible para Venezuela por su nivel de reservas y su crecimiento esperado.

La reforma ocurriría en un contexto de nuevas instituciones. La reforma de la Ley del BCV de 2005 autorizó la creación de un Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) dotándole con US\$ 6.000 millones de las reservas internacionales del BCV, acumuladas durante un período de altos precios del petróleo y control de cambios. Además estableció normas para evitar la conversión de las divisas petroleras en reservas internacionales por encima de un llamado “nivel óptimo de reservas”. Por otra parte, la creación del Banco del Tesoro y la redefinición del Fondo de Estabilización Macroeconómica (FEM) descargarán al BCV varias de sus responsabilidades en el manejo de los asuntos monetarios del país [Morales, (2005)].

Un examen completo de las consecuencias de una reforma monetaria requeriría de más información. Sin embargo, a partir de los cuatro puntos mencionados en esta introducción es posible evaluar la pertinencia de la propuesta conocida. Para ello es preciso revisar a grandes rasgos el desenvolvimiento de la economía venezolana durante los últimos años, principalmente con respecto a la relación entre reservas internacionales, base monetaria e ingreso fiscal. En la economía venezolana, comprender los vínculos entre las tres variables es esencial para explicar el comportamiento del producto, el empleo, los precios y el tipo de cambio.

Este ensayo examina tales vínculos en cuatro secciones. La primera examina la variación de las reservas en la balanza de pagos, la segunda la acumulación de reservas en el BCV y su papel como respaldo de la base monetaria y los pasivos no monetarios, la tercera comenta los impactos monetarios de la política fiscal y la cuarta relaciona tipo de cambio, inflación y reservas. La conclusión evalúa la pertinencia de la reforma monetaria propuesta a partir de los cuatro puntos anotados en esta introducción.

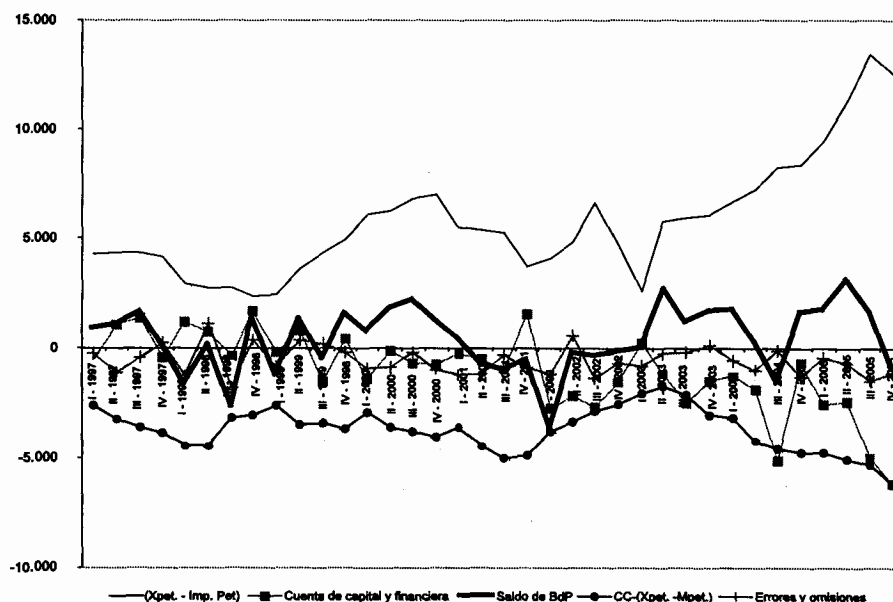
1. RESERVAS INTERNACIONALES Y BALANZA DE PAGOS

Los agentes públicos y privados de Venezuela realizan transacciones corrientes y de capital con el resto del mundo. Si estas transacciones son exportaciones de bienes y servicios, cobros de intereses, ventas de activos o adquisición de pasivos, los agentes reciben divisas. Si son importaciones de bienes y servicios, pagos de intereses, compras

de activos o reducción de pasivos, los agentes deben entregar divisas. Las divisas pueden venderse y comprarse a cambio de bolívares al tipo de cambio correspondiente, según el régimen cambiario vigente. Puesto que los billetes y monedas venezolanos son pasivos del Banco Central de Venezuela (BCV), único ente facultado para emitirlos desde 1939, cada vez que el BCV compra (vende) divisas aumenta (reduce) sus propios activos al tiempo que incrementa (disminuye) sus pasivos en manos del vendedor (comprador).

La diferencia entre las compras y ventas de divisas realizadas diariamente por el BCV se acumula o desacumula en una partida de sus activos externos, denominada reservas internacionales³. Antes de examinar las características e importancia de los pasivos creados en contrapartida, conviene presentar brevemente la balanza de pagos del país de 1997 a 2005. Excluyendo los recursos asignados al Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica (FIEM) y al Fondo de Inversiones de Venezuela (FIV), el saldo de la balanza de pagos es igual a la variación de las reservas internacionales netas del BCV (ver Gráfico 1).

Gráfico 1
Balanza de pagos, Venezuela: I-1997 a IV-2005

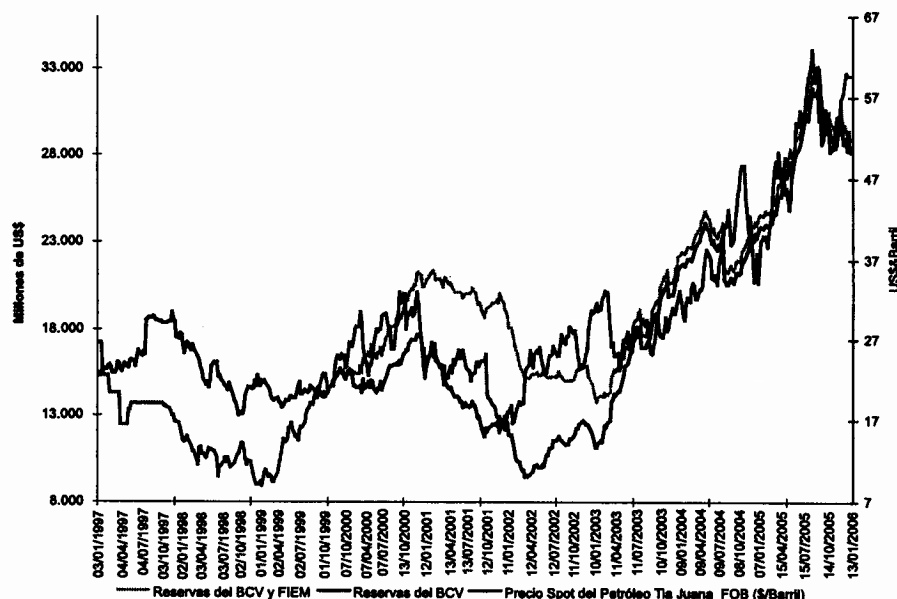


Fuente: BCV

³ Aunque el banco ha decidido mantener una parte sustancial de sus activos de reserva en divisas, en atención a los principios de seguridad, liquidez y rentabilidad ha diversificado su posición adquiriendo oro monetario y otros instrumentos (ver en Anexo el Gráfico A1).

Como puede notarse en el Gráfico 1, prácticamente el único sector con un aporte neto positivo a la generación de reservas internacionales es el sector petrolero. El Gráfico 2 ilustra la relación entre el precio del petróleo y el monto acumulado de reservas internacionales durante el período examinado:

Gráfico 2
Precio del petróleo y reservas internacionales del BCV y del FIEM.
Venezuela, 03.01.97 a 13.01.06



Fuente: BCV

Desde 1982 hasta 2005 la Ley obligó a Petróleos de Venezuela (PDVSA) a vender al BCV las divisas que obtenía de sus exportaciones de petróleo, por lo que pasaban a formar parte de las reservas internacionales en su totalidad. Si el valor de tales exportaciones no es controlable por el exportador, tampoco lo sería el nivel de sus reservas internacionales bajo dicho sistema. La opinión del gobierno con respecto al papel de la política petrolera es potencialmente relevante al respecto.

La opinión sobre la capacidad de uno o varios países petroleros para determinar deliberadamente el comportamiento del mercado petrolero no ha sido unánime. Desde la creación de la OPEP, y sobre todo desde la crisis energética de los 70, se ha discutido abundantemente que sea posible para sus miembros llegar a acuerdos que favorezcan

sus objetivos [Balza (2004)]. El actual gobierno supone que tal posibilidad existe, y atribuye a dichos acuerdos el comportamiento reciente de los precios del petróleo más que a incrementos de la demanda, insuficiencias de la oferta o comportamientos especulativos. Por tal razón, su política petrolera externa ha sido activa, y presume de haber sido efectiva. Sea por cumplir con las cuotas de la OPEP o por una caída en su capacidad de producción, la exportación de crudos venezolanos se ha reducido al menos desde 1998. Por otro lado, la política petrolera interna también ha sido activa, incrementando la recaudación interna y modificando las condiciones de los contratos concedidos durante la apertura de los 90 [Mommer (2002)].

Haya sido efectiva o no la política petrolera externa del gobierno de 1998 a 2004, el precio del petróleo aumentó casi todos los años del período, y con él el valor de las exportaciones (ver Gráfico A2). Las divisas petroleras permitieron lograr superávit de balanza de pagos durante casi todo el período presentado, a pesar de la balanza deficitaria en cuenta corriente no petrolera y de la adquisición de activos externos privados y públicos.

La obligación legal de vender la totalidad de las divisas petroleras al BCV terminó al aprobarse la reforma de la Ley del BCV de 2005. La nueva Ley ordena al Instituto que calcule y mantenga un “nivel adecuado de reservas”, de modo que los “excedentes” con respecto a los ingresos de divisas petroleras queden bajo custodia de PDVSA⁴. La empresa sólo debe entregar dólares al BCV para cubrir sus gastos en bolívares y sus pagos de impuestos al Ejecutivo, pudiendo mantener un fondo de divisas para sus propios usos. Deberá suministrar mensualmente el resto de las divisas al llamado Fondo

⁴ Cabezas (2005) y Nóbrega (2005) citaron los trabajos de Ben-Bassat y Gottlieb (1992a,b) y Blanco y Córdoba (1996), entre otros, para justificar la definición, cálculo y uso de las llamadas “reservas excedentarias”. Sin embargo, la propuesta de los primeros es incompatible con las definiciones de los segundos. Los autores citados suponen comportamiento optimizador del banco central, por lo que las diferencias entre los valores observados y estimados de las reservas deben interpretarse como errores aleatorios (no sistemáticos) que no requieren (ni admiten) “corrección”. [Este y otros argumentos son explicados por Balza (2005b)]. Antes de la aprobación de la reforma, el BCV (2004a) envió un informe a la Asamblea exponiendo distintas metodologías de cálculo del nivel adecuado de reservas, haciendo énfasis en la falta de acuerdos al respecto. Hasta la fecha el BCV no ha divulgado la metodología utilizada para cumplir la Ley, ni publica el nivel calculado. En su *Informe a la Asamblea Nacional sobre los resultados económicos del año 2005*, el instituto se limita a anotar lo siguiente: “El BCV, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Reforma Parcial de su Ley (artículo 114), realizó los estudios previstos en la Ley a partir de los cuales derivó la metodología a ser aplicada para calcular el nivel adecuado de reservas internacionales. Conforme a lo anterior, en el mes de septiembre fue suministrada al Ejecutivo Nacional la estimación del nivel adecuado de reservas internacionales para el año 2006; ello a los efectos de la formulación del Presupuesto Nacional y de su inclusión en el Acuerdo Anual de Políticas, según lo dispuesto en el artículo 75 de la Ley que rige la actuación del Instituto” [BCV (2006:9)].

de Desarrollo Nacional (FONDEN), creado por medio de la misma Ley como agente de gasto e inversión del Ejecutivo Nacional⁵. Esta disposición de la nueva Ley, por lo tanto, debería debilitar la relación directa entre acumulación de reservas internacionales e ingresos petroleros. Por supuesto, el uso de tales ingresos continuaría afectando directamente las cuentas corriente y de capital de la balanza de pagos, respondiendo a las decisiones del Ejecutivo Nacional con respecto a importaciones, adquisición de activos en el resto del mundo, reducción de deuda externa y egresos netos por intereses.

2. RESERVAS INTERNACIONALES, BASE MONETARIA Y PASIVOS NO MONETARIOS

Como ya hemos indicado, las reservas internacionales constituyen un activo del BCV para el cual existen pasivos en contraprestación. Entre los pasivos respaldados por las reservas y otros activos del BCV se cuentan la base monetaria y los pasivos no monetarios del banco. Examinemos las relaciones entre tales conceptos.

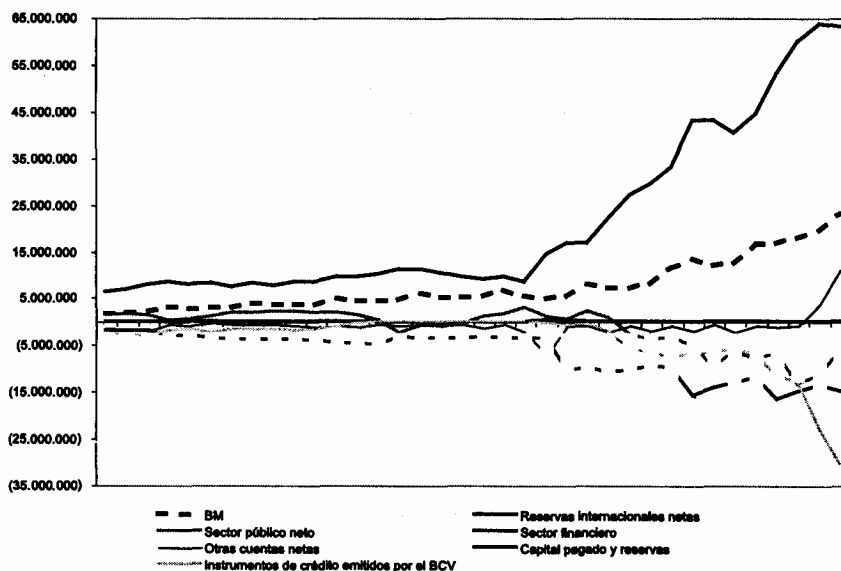
Antes de la reforma de la Ley del BCV de 2005, el banco compraba la totalidad de las divisas a PDVSA, excepto aquellas destinadas al FIEM, y colocaba bolívares nuevos en una cuenta especial de la empresa en el banco. PDVSA transfería parte de dichos bolívares a la cuenta de Tesorería del Gobierno Central en el mismo banco, como pago de impuestos y regalías. Sin embargo, no todos los bolívares creados por esta vía pasaban necesariamente a formar la base monetaria, ni la totalidad de las divisas entregadas por PDVSA permanecían en las reservas del BCV

Al hacer uso de estos recursos dentro de la economía venezolana, PDVSA y el Gobierno Central expandían directamente la base monetaria. Sin embargo, ambos organismos podían adquirir divisas nuevamente (con lo que reducían el monto en dólares de las reservas internacionales) o mantener depósitos en sus cuentas del BCV. Los remanentes que ambos organismos del sector público conservan en el BCV sólo tienen el poder de expandir la base al salir del banco para ser utilizados en Venezuela.

⁵ Según el Art. 113 de la nueva Ley, “el remanente de divisas obtenidas (...), será transferido mensualmente al Fondo que el Ejecutivo Nacional creará a los fines del financiamiento de proyectos de inversión en la economía real y en la educación y la salud; el mejoramiento del perfil y saldo de la deuda pública; así como, la atención de situaciones especiales y estratégicas.” Debe tenerse en cuenta que crear el FONDEN implicó transferir sin contraprestación en bolívares US\$ 6.000 millones de las reservas del BCV al Ejecutivo en 2005, en cumplimiento de la Disposición Transitoria Décima de la nueva Ley. Aunque según la Ley dicha transferencia debía ser única, en febrero de 2006 el BCV autorizó transferir más; as de US\$ 4.000 adicionales en las mismas condiciones [ver Armas (2006 a, b)]. Vale decir que el Tribunal Supremo de Justicia admitió en mayo de 2006 examinar una acción de nulidad contra Ley del BCV bajo el argumento de inconstitucionalidad, pero no ordenó al Gobierno entregar el equivalente en bolívares correspondiente a tales transferencias [Vera (2006c)].

Mientras se mantengan en el BCV son clasificados como pasivos no monetarios del Instituto. En este sentido es útil considerar a las reservas como una fuente “positiva” de dinero base, y a los depósitos de Tesorería y PDVSA como fuentes “negativas” de dinero base. Del mismo modo es posible identificar fuentes “positivas” en las inversiones del BCV en valores del Gobierno Central, y fuentes “negativas” en la emisión de instrumentos de crédito del BCV con fines de política monetaria contractiva [sobre los mecanismos descritos, ver BCV (1980), Balza (1999) y Zambrano, Riutort y Páez (1996)]. Las fuentes netas de base monetaria de 1997 a 2005 se presentan en el Gráfico 3:

Gráfico 3
Fuentes de la base monetaria: Venezuela, I Trim 1997-IV Trim 2005
 (Millones de bolívares)



Fuente: BCV

Para nuestros fines es importante notar que la creación de bolívares vía reservas internacionales se ha incrementado significativamente a partir del primer trimestre de 2002. Ello no sólo se debió al incremento efectivo de las reservas en dólares, sino también a la pérdida de valor del bolívar con respecto al dólar⁶. El incremento asociado

⁶ El régimen de bandas cambiarias vigente desde 1996 fue sustituido por un régimen de flotación a mediados de dicho trimestre, y este fue sustituido a su vez por un control de cambios durante el primer trimestre de 2003. El tipo de cambio oficial ha sido devaluado dos

de la base monetaria ha sido, sin embargo, sustancialmente menor⁷. Ello se ha debido principalmente a la activa emisión de títulos de crédito por parte del BCV desde el tercer trimestre de 2002 (ver Gráfico A5) y al mantenimiento casi ininterrumpido de importantes depósitos en las cuentas de Tesorería y PDVSA desde 2000 (ver Gráfico A6). Debido al origen externo de estos recursos, y al procedimiento de su ingreso al BCV, estos depósitos contribuirán a expandir la base monetaria cuando se utilicen para cubrir gastos dentro de la economía venezolana.

La reforma de la Ley del BCV de 2005 introdujo cambios en este mecanismo. A un primer traspaso de US\$ 6.000 millones de las reservas del BCV al recién creado FONDEN deberían seguir depósitos mensuales de divisas directamente de PDVSA al FONDEN⁸. PDVSA podría conservar parte de las divisas que obtenga de las exportaciones de petróleo, entregando al BCV únicamente el monto necesario para mantener el “nivel adecuado de reservas” que calcule el Instituto. Este nuevo mecanismo pretende eliminar la vinculación inicial entre ingresos crecientes de divisas por venta de petróleo e incrementos en la base monetaria. Sin embargo, únicamente si la totalidad de los recursos del FONDEN se utilizan para transacciones con el resto del mundo el gobierno no necesitaría comprar moneda nacional. En caso contrario, la adquisición de bolívares del BCV implicaría incrementos en las reservas internacionales, fuente “positiva” de base monetaria.

3. IMPLICACIONES MONETARIAS DE LA POLÍTICA FISCAL⁹

Por cuanto se expuso antes, el comportamiento de la base monetaria depende en buena medida de las decisiones tomadas por el Gobierno Central. Es posible apreciar su importancia relativa observando los distintos componentes con incidencia sobre la variación de la base monetaria.

veces desde entonces (ver Gráfico A3). Las reservas internacionales cayeron los trimestres previos a los cambios de régimen, debido entre otras cosas a salidas de capital de corto plazo que precedieron devaluaciones esperadas.

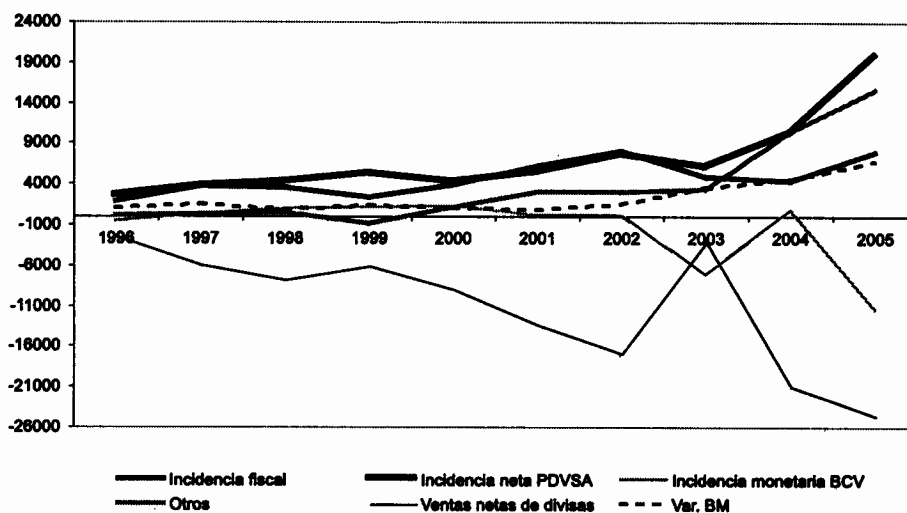
⁷ Debe señalarse incluso una importante reducción en la relación base monetaria a reservas luego del cuarto trimestre de 2001 (ver Gráfico A4).

⁸ Debe insistirse en recordar que las disposiciones de la Ley no se cumplieron luego del primer traspaso de recursos al FONDEN. Las divisas petroleras continuaron ingresando al BCV y afectando los montos de reservas y base monetaria. Sin embargo, el Ejecutivo solicitó un nuevo traspaso de US\$ 4.000 millones, aprobado por el BCV luego de una interpretación del “espíritu del legislador” realizada por la Asamblea Nacional [Armas (2006b)].

⁹ Título de un trabajo de Zambrano y Muñoz (1988), que expone problemas persistentes de Venezuela como economía petrolera. Otros autores recomendables sobre el mismo conjunto de problemas son García, Rodríguez y Salvato (1996), García, Rodríguez, Marcano, Penfold y Sánchez (1997), Layrisse (1996), y Riutort y Zambrano (1997).

Debe recordarse que la cantidad mantenida por el Gobierno en la cuenta de Tesorería del BCV actúa como una fuente “negativa” de base monetaria. Podría interpretarse como la porción de los bolívares creados para Tesorería a partir de las reservas que aún no ingresa al sistema. La porción que ingresa, sin embargo, actúa como una fuente “positiva”. Por eso podemos observar en el Gráfico 4 la incidencia fiscal sobre la variación de base monetaria como una fuente “positiva”, al igual que la de PDVSA, el Fondo de Garantía de Depósitos (FOGADE) y el Banco de Desarrollo Económico y Social de Venezuela (BANDES) entre otros. La principal fuente “negativa” es la venta neta de divisas. Por medio de la venta de divisas para importaciones, adquisición de activos y otras transacciones que impliquen pagos al resto del mundo, el BCV disminuye sus activos de reserva y destruye base monetaria. Debe notarse que la incidencia del BCV es negativa y relativamente importante en 2003 y 2005. En 2003 compensa parcialmente la caída en la venta de divisas debida al inicio del control de cambios. En 2005 compensa parcialmente el incremento de la contribución de las fuentes “positivas” de variación de base.

Gráfico 4
Fuentes de variación de la base monetaria: Venezuela, 1996-2005
 (Millardos de bolívares)

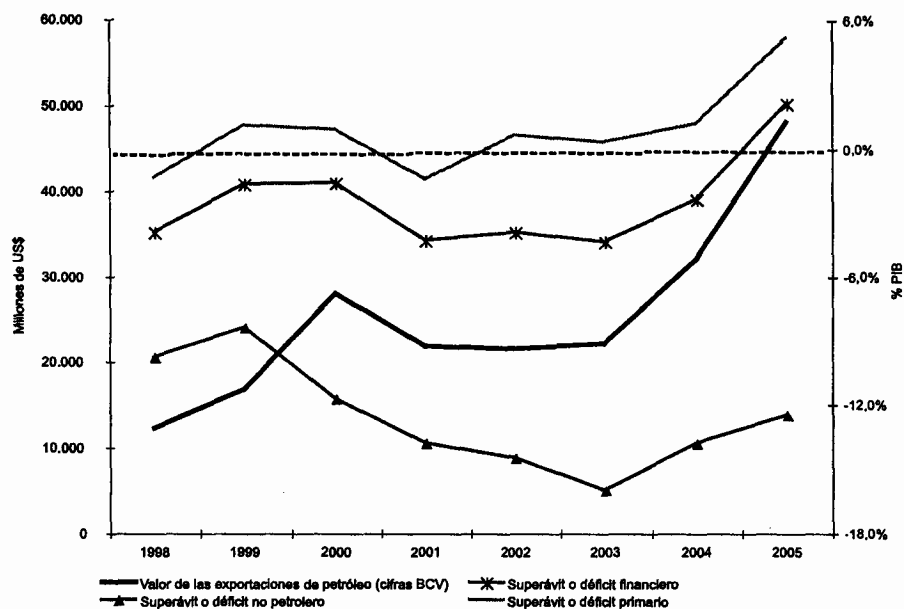


Fuente: BCV

Puesto que la política cambiaria es decidida conjuntamente por el Ejecutivo Nacional y el BCV, el Gráfico 4 sugiere que el control del BCV sobre la base monetaria es muy limitado. Conviene examinar el estado de las cuentas fiscales para comprender mejor su posible impacto sobre la base monetaria.

Los déficit primario, financiero (o global) y no petrolero (como porcentajes del PIB) del Gobierno Central Presupuestario de 1998 a 2005 se presentan en el Gráfico 5, junto con el valor de las exportaciones petroleras.¹⁰

Gráfico 5
Superávits o déficits del Gobierno Central Presupuestario como % del PIB y
valor de las exportaciones fob de petróleo: Venezuela, 1998-2005



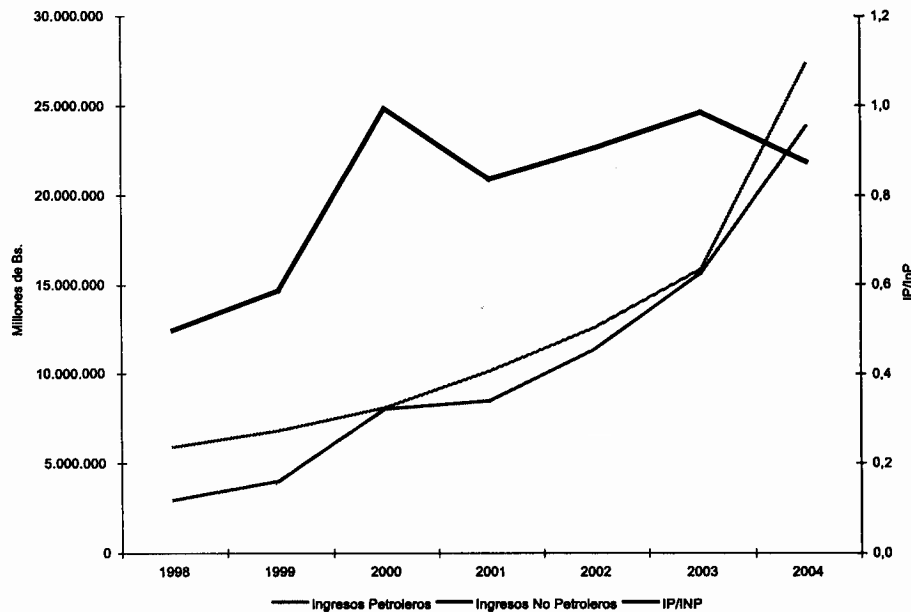
Fuente: MF

Es importante notar que el Gobierno Central Presupuestario únicamente tuvo superávit financiero en 2005, de 2,1% del PIB. Este mismo año se creó el FONDEN, que le aportó ingresos de 1,1% del PIB [BCV (2006:59)]. Estos ingresos fueron clasificados por el BCV como corrientes petroleros. Por otro lado, el déficit no petrolero varió entre 8,4% (en 1999) y 16% (en 2003).

¹⁰ Los mismos conceptos de déficit con frecuencia trimestral pueden observarse en el Gráfico A7, junto con los déficits corriente y no petrolero sin utilidades cambiarias del BCV.

Puede observarse en el Gráfico 6 que a pesar de ser los ingresos corrientes no petroleros superiores a los petroleros y crecientes durante todo el período, el peso de los petroleros creció durante el período.

Gráfico 6
Ingresos corrientes petroleros y no petroleros del Gobierno Central Presupuestario, y relación entre ellos: Venezuela, 1998 a 2004

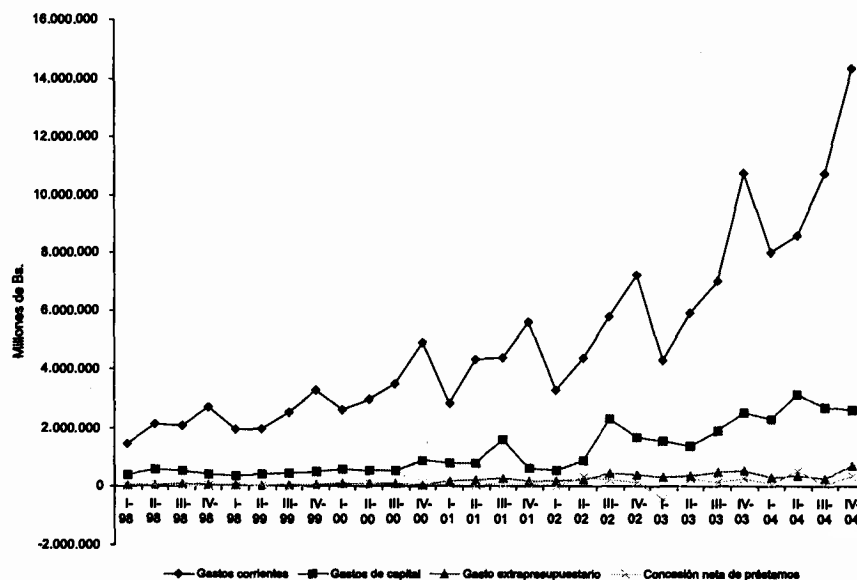


Fuente: MF

El ingreso petrolero creciente no debe atribuirse únicamente a incrementos en los precios del petróleo. La Ley de Hidrocarburos de 2001 dio mayor peso a la regalía petrolera de lo que se le dio durante los noventa, cuando se le redujo para atraer inversiones en el contexto de la apertura petrolera (ver Gráfico A8).

El gasto interno del ingreso petrolero por parte del Gobierno y de PDVSA, entre otros, es una fuente "positiva" de la base monetaria. Por ello conviene examinar la composición de los gastos del gobierno, presentada en el Gráfico 7.

Gráfico 7
Gastos del Gobierno Central Presupuestario:
Venezuela, I-1998 a IV-2004



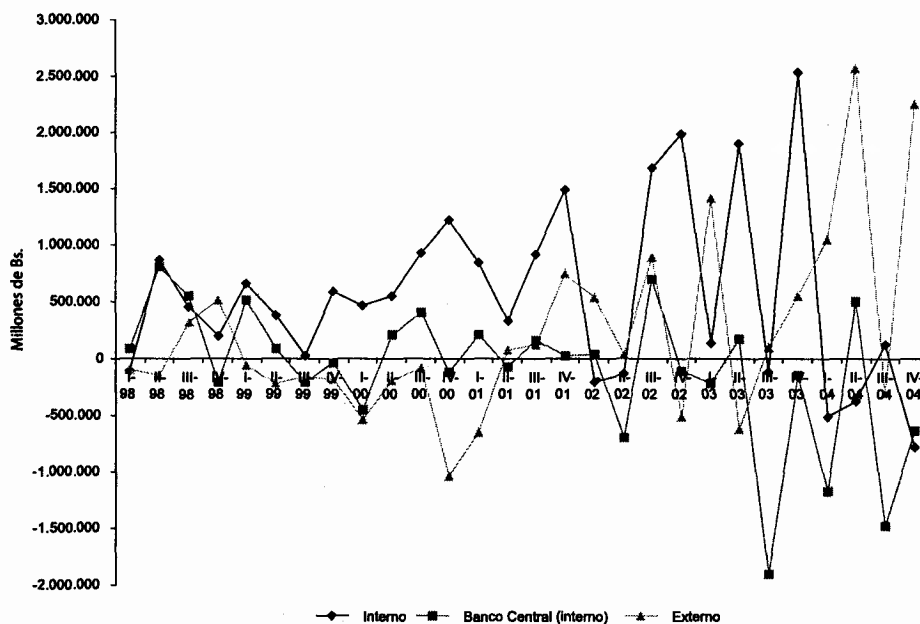
Fuente: MF

La principal partida del gasto es la del gasto corriente, superior en magnitud y tasa de crecimiento a las demás. Y dentro de la de gasto corriente, las transferencias superan a los gastos de operación (entre otros remuneraciones y compras de bienes y servicios) y a los pagos de intereses, comisiones de deuda pública y pérdidas del BCV (ver Gráfico A9). En la partida de transferencias corrientes, por orden de magnitud, se encuentran las transferencias a entidades administrativas públicas (definidos como entes descentralizados adscritos al Gobierno Central, como institutos autónomos, servicios autónomos, fundaciones, universidades, institutos universitarios e instituciones de seguridad social), a entidades públicas regionales y municipales, a la seguridad social y al sector privado, entre otras (ver Gráfica A10).

La mayoría de las partidas mencionadas corresponden al gasto interno. Teniendo en cuenta que el Gobierno mantuvo déficit financiero desde 1998 hasta 2004, debe suponerse que parte sustancial del ingreso petrolero se destinó a gasto corriente y, por tanto, a gasto interno, contribuyendo a la creación de base monetaria sin intervención del BCV.

El financiamiento de este déficit se ilustra en el Gráfico 8. Dos aspectos resaltan al respecto: primero, el uso cada vez mayor del financiamiento interno desde 1998 hasta 2003, con excepción del financiamiento del BCV, constituido principalmente por los depósitos en Tesorería. Segundo, el uso también creciente del financiamiento externo desde 2001 hasta 2004. Vale notar que de 1996 a 2005 la deuda interna nominal fue incrementada sostenidamente 1500,9%, por medio de la colocación de Bonos de Deuda Pública Nacional (ver Gráfico A11). La deuda externa fue reducida en 13,7% de 1996 a 2000, y luego fue incrementada 41,8% de 2000 a 2005. Ello ocurrió mientras se cambiaba la composición de la deuda, sustituyendo sostenidamente bonos Brady por otros instrumentos financieros (ver Gráfico A12).

Gráfico 8
Financiamiento del déficit financiero del Gobierno Central Presupuestario:
Venezuela, I-1998 a IV-2004



Fuente: MF

Como podía apreciarse en el Gráfico 5, el gobierno logró superávit primario desde 1999 hasta 2005, exceptuando 2001. El peso del pago de los intereses sobre la deuda fue determinante en el déficit financiero recurrente del Gobierno.

La creación del FONDEN, que aportará ingresos corrientes petroleros al Gobierno Central, contribuyó seguramente al logro del superávit financiero de 2005. Sin embargo, ha tenido importantes efectos sobre la base monetaria y el patrimonio del BCV. En cumplimiento de su nueva Ley, el BCV traspasó de su activo al FONDEN Bs. 12.453.293 millones durante el segundo semestre de 2005, un monto igual al 53,9% de la base monetaria y al 84,6% del patrimonio del banco al cierre del semestre. Para evitar registrar en el Balance General del BCV la reducción de pasivo o la pérdida de patrimonio correspondiente, la Superintendencia de Bancos dispuso el registro contable de la transferencia como “otro activo en moneda nacional”, que debería amortizarse mediante la constitución de “reservas voluntarias” formadas a partir de la retención del 5% de las utilidades a fin de año. Aunque la Ley prohíbe el uso de los recursos en gasto interno para evitar la monetización de las reservas, excepto en caso de “situaciones estratégicas”, el monto transferido se anotó íntegramente como una fuente “positiva” de la base monetaria, y se reservó al FONDEN una partida como fuente de base en el grupo de “otros entes del Gobierno”. Baste notar el impacto de la transferencia y la debilidad del BCV para contener su efecto sobre la base monetaria con un ejemplo. El BCV incrementó su emisión de instrumentos de crédito (fuente “negativa” de base monetaria) en 323,0% de 2004 a 2005. Sin embargo, la base monetaria se incrementó en 39,7%.

En febrero de 2006 el BCV autorizó el traspaso de US\$ 4.200 millones adicionales de las reservas del BCV al FONDEN, a realizarse los meses de marzo, abril y mayo. No habiendo contraprestación en bolívares, el BCV introdujo una nueva cuenta de variaciones patrimoniales en su balance: Cuentas Patrimoniales Nivel Adecuado de Reservas Internacionales. En marzo se anota una reducción del patrimonio del BCV por este concepto de Bs. 4.074.740 millones, y en abril de Bs. 7.827.661 millones. Estos valores aparecen como pasivos no monetarios en la partida reservada a tal fin en “otros entes del Gobierno”, siendo fuentes negativas de base monetaria. Únicamente mientras no se utilicen luego en gasto interno¹¹.

4. RÉGIMEN CAMBIARIO, INFLACIÓN Y RESERVAS INTERNACIONALES

Puesto que la evolución del tipo de cambio afecta el precio de los bienes transables, dos de los objetivos posibles al seleccionar un régimen cambiario son a) intentar promover la competitividad de los exportables¹² y b) ofrecer un ancla nominal a los

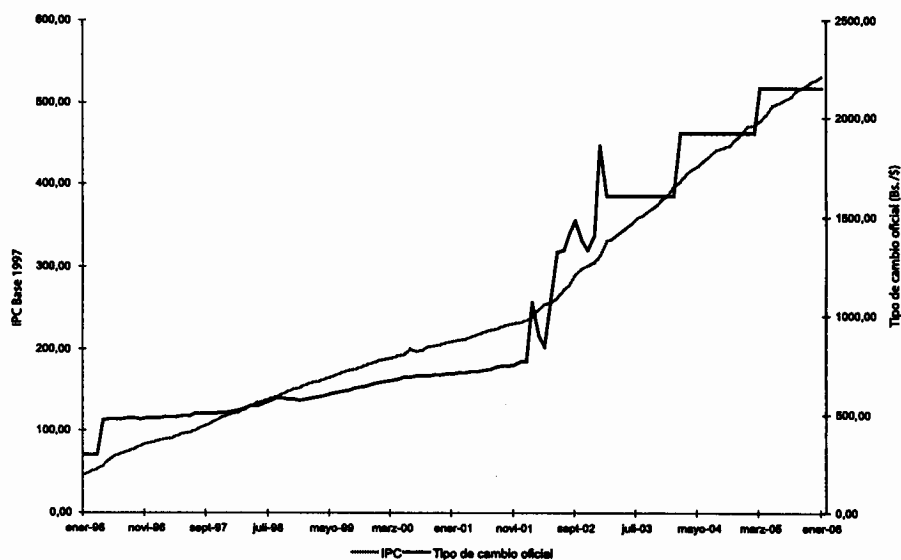
¹¹ La presentación del balance completo del BCV correspondiente al mes de marzo se hizo con un mes de retraso, debido a los “ajustes” que debieron hacerse luego de la primera transferencia de 2006 [Vera (2006b,d,e)].

¹² A principios de los noventa se aplicó un *crawling peg* en Venezuela, con la intención de garantizar la competitividad de los exportables. Ver Layrisse y Puente (1995).

precios. Ambos objetivos son opuestos, dado que para lograr el primero debe propiciarse la depreciación real del tipo de cambio y el segundo, por el contrario, muy probablemente implica apreciación real creciente.

De 1996 a febrero de 2001 el objetivo manifiesto de la política cambiaria fue servir de ancla a los precios. Por ello se utilizó un régimen de bandas cambiarias, manejado de un modo mucho más parecido a un *crawling peg* [ver Sardi, Sáez y Guerra (1998)]. Como puede notarse en el Gráfico 9, dicho régimen pudo contribuir a estabilizar la tasa de crecimiento del índice de precios al consumidor, pero al costo de permitir la apreciación real del tipo de cambio, depreciado nominalmente a una tasa inferior a la de inflación.

Gráfico 9
Índice de precios al consumidor (IPC BASE 1997) y tipo de cambio oficial:
Venezuela, enero 1996 a febrero de 2006



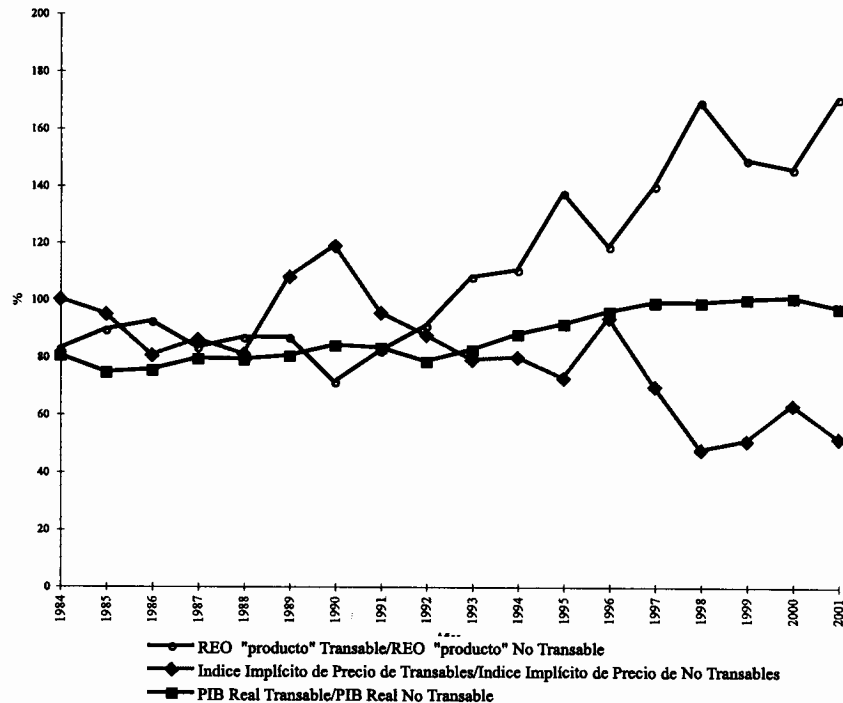
Fuente: BCV

La apreciación real tiene como posible consecuencia la recomposición de la producción de la economía a favor del sector no transable. El Gráfico 10 sugiere que tal problema ha afectado a Venezuela al menos desde 1990 hasta 2001. El tipo de cambio real interno, definido como el cociente del índice implícito de precios transable sobre no transable tuvo una tendencia decreciente desde entonces, indicando que los precios de los no transables se incrementaban a una tasa superior que la de los transables.

Durante el período el salario producto¹³ del sector transable creció relativamente más que el del no transable, indicando que posiblemente los costos laborales crecían relativamente más en el sector transable. Aunque se observa una leve tendencia al incremento del producto transable con respecto al no transable, es conveniente notar que el primero incluye al sector petrolero y el segundo posiblemente subestima al sector informal, cuya participación en el empleo creció relativamente más que en el formal (ver Gráfico A13).

Gráfico 10

Relación entre remuneraciones a empleados y obreros y producto en los sectores transable y no transable con el tipo de cambio real interno (TCRI): Venezuela, 1984-2001



Fuente: BCV e INE, en Balza (2002)

¹³ En el Gráfico 10 el salario producto de cada sector se calcula dividiendo las remuneraciones a empleados y obreros de Cuentas Nacionales entre el número de empleados en el sector formal para obtener un aproximado de la remuneración per cápita, que posteriormente se deflacta por el índice implícito de precios correspondiente. Ver Balza (2002).

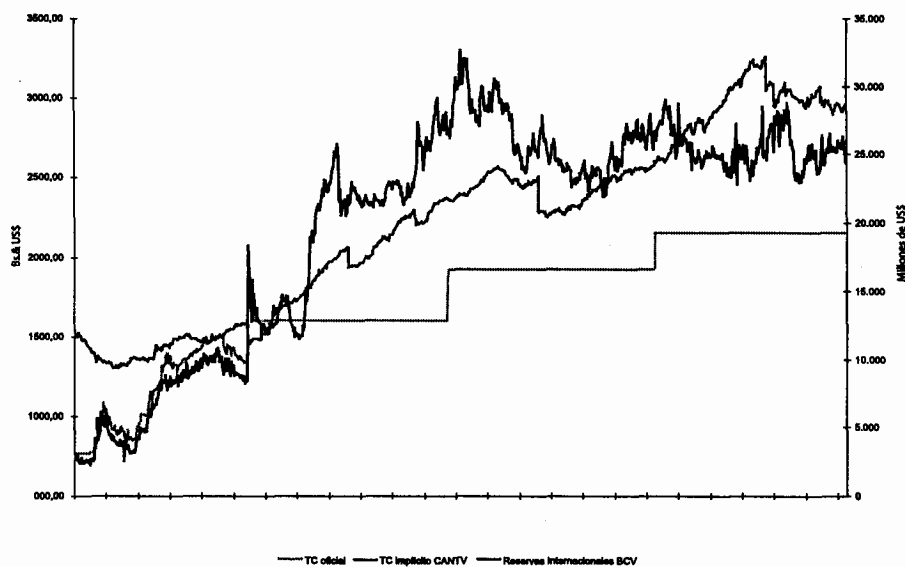
La apreciación real y sus consecuencias no parecieron ser, sin embargo, determinantes para el cambio de régimen. La pérdida de reservas internacionales que le precedió sí. La selección del régimen cambiario afecta el comportamiento de las reservas, y la disponibilidad de reservas condiciona la sostenibilidad de algunos regímenes cambiarios. En Venezuela, como hemos indicado, el ingreso de divisas depende casi exclusivamente de la actividad petrolera. El egreso de divisas se destina principalmente a cubrir la cuenta corriente no petrolera, en déficit durante todo el período considerado, y a la adquisición de activos internacionales netos públicos y privados. Dicho egreso puede incrementarse debido a expectativas de devaluación, puesto que los agentes adquieren activos en el exterior para preservar su riqueza o adelantan importaciones. A finales de 2001 y principios de 2002, las expectativas de devaluación activadas por la persistencia del déficit fiscal, la apreciación real del tipo de cambio y la creciente conflictividad política coincidieron con una caída temporal en los precios del petróleo, provocando reducción en las reservas internacionales. El régimen de bandas fue sustituido por uno de flotación bajo mecanismo de subastas, al que luego siguió un control de cambios en medio de una grave crisis política que detuvo los ingresos petroleros durante varias semanas [ver Guerra (2004)].

A pesar del diseño de un ancla cambiaria para los precios, la inflación no se detuvo durante el período de vigencia de las bandas. Para quienes sostienen que la inflación principalmente es una consecuencia del crecimiento monetario, el uso de bolívares generados a partir del ingreso petrolero para cubrir gasto interno explicaría la inflación. Para quienes atribuyen la inflación al empuje de la demanda agregada sobre la oferta agregada, el creciente gasto interno sería la explicación. Para quienes afirman que la pérdida de un ancla nominal para precios y costos, o el temor de su pérdida, causan la inflación, la explicación reside en la persistencia del déficit fiscal, el creciente endeudamiento público, la crisis política y los cambios radicales en la política cambiaria [distintas visiones sobre los vínculos entre política cambiaria e inflación se encuentran en Guerra [Comp.] (2002) y Guerra y Pineda [Comps.] (2004). Tempranos estudios rechazando el carácter inercial de la inflación venezolana fueron realizados por Zambrano (1994) y Chang (1994)]. La solución oficial al problema, cualquiera fuera la causa de la inflación, fue establecer en 2003 un control de precios, conjuntamente con el control de cambio. Sin embargo, los controles tampoco pudieron contener la inflación.

Como puede observarse en el Gráfico 11, el tipo de cambio oficial fue devaluado dos veces luego de su establecimiento. A diferencia de los controles de cambios de 1983-1989 y 1994-1996, el régimen vigente ha coincidido con un incremento casi permanente de las reservas internacionales, debido a la reducción de las filtraciones que debilitaron regímenes anteriores, y, principalmente, al incremento sostenido en los ingresos petroleros durante los últimos años. El aumento de las reservas, la colocación de deuda pública transable en dólares al alcance de ahorristas e instituciones venezolanas y dos

devaluaciones contribuyeron a reducir la presión sobre el mercado negro. Los Gráficos 11 y A14 ilustran la reducción progresiva la brecha entre el tipo de cambio implícito CANTV, referencia para las negociaciones de divisas en el mercado negro, y el tipo de cambio oficial¹⁴.

Gráfico 11
Reservas internacionales del BCV y tipos de cambio oficial
e implícito CANTV: Venezuela, 02.01.02 a 08.02.06
(Millones de US\$ y Bs./\$)



Fuente: BCV y Veneconomía.

¹⁴ A pesar de la existencia de modelos similares a Hausmann (1990) que demuestran la inestabilidad de los equilibrios nominales macroeconómicos bajo control de cambio y el posible comportamiento explosivo de la brecha entre tipo de cambio negro y controlado, diversos autores explican la posibilidad teórica de brechas de equilibrio estables. Una revisión de algunos trabajos se encuentra en Balza (2005a).

5. LA ECONOMÍA VENEZOLANA ANTE UNA “REFORMA MONETARIA”

Luego del somero examen presentado en estas páginas, se evalúa la pertinencia para Venezuela de una reforma monetaria según queda descrita en los cuatro puntos anotados en la introducción¹⁵.

5.1. LA PROPUESTA

No hay documentos oficiales públicos que den soporte a la actual propuesta de una reforma monetaria para Venezuela. Los funcionarios públicos que la han sugerido lo han hecho exclusivamente a través de los medios de comunicación, por lo que el examen de sus declaraciones es lo único posible al escribir este trabajo.¹⁶

El principal promotor de la medida ha sido Rodrigo Cabezas, Presidente de la Comisión Permanente de la Asamblea Nacional, quien también propuso el concepto de reservas “excedentarias” [Cabezas (2005)]. Según ABN (2005), Cabezas “[d]efinió a una reforma monetaria como la decisión que toma el Estado de hacer una conversión de los valores de la moneda (bolívar), a fin de facilitar el manejo de las transacciones para el consumo”. Además, “[e]xplicó que esa reforma monetaria permitiría hacer una

¹⁵ No existen documentos oficiales o trabajos de investigación públicos que evalúen la reforma monetaria propuesta. Según el Presidente de la Comisión de Finanzas de la Asamblea Nacional, Rodrigo Cabezas. “El BCV es el que debe saber por dónde va el estudio que ellos habían ordenado. En la Comisión Permanente de Finanzas no tenemos ninguna información adicional a la que reportaron a comienzos de año” [Vera, 2006a].

¹⁶ El primero en proponer eliminar tres ceros al bolívar fue el Superintendente de Bancos, quien aseguró creer “que serviría para estabilizar la moneda venezolana”, como “algunos países de Europa tomaron esa decisión después de la Segunda Guerra mundial para resolver la depreciación de la moneda”. El Superintendente sugirió que “la gente tendría un plazo de 6 meses para sustituir su dinero por la nueva moneda y regresaríamos al dólar a 4,30 bolívares, aunque en realidad serían 2 bolívares por dólar”, afirmando que no eliminar los tres ceros implicaría mantener “un costo económico para las empresas y el Estado operar con estas cifras, que ni siquiera admiten algunas calculadoras” [Rodríguez (2004a)]. A las declaraciones del Superintendente respondió el BCV (2004b) con un comunicado oficial, en el que “advierte que la implantación de una reforma monetaria puede traer impactos inflacionarios no deseados, debido a los ajustes por arriba de los precios de bienes y servicios, tal y como ocurrió recientemente en Europa con la adopción del euro como moneda comunitaria”. Además, que implicaría “costos muy elevados y que no están previstos ni en el presupuesto de este año ni en el de 2005” y que requeriría de “un análisis profundo en conjunto con el Ejecutivo Nacional”, del cual no se había realizado nada para la fecha.

conversión monetaria que se traduciría en la eliminación de varios ceros de la moneda venezolana”. Según Rodríguez (2006), también afirmó que “[l]a verdad es que la columna vertebral de una reforma monetaria es la eliminación de algunos ceros a la moneda”.

Parte esencial de la propuesta, por lo tanto, contempla reducir el número de ceros del bolívar. Reconociendo que “una reforma del sistema monetario [no] es decir cuantos ceros o equivalentes deben eliminarse o decretarse respectivamente”, propuso discutir “los buenos resultados que produjo en Brasil el Plan Real que fue promovido por Fernando Henrique Cardoso cuando encabezaba el equipo económico del presidente Itamar Franco a mediados de 1994.” [Rojas (2004)]¹⁷. Por ello es posible deducir que el conjunto de medidas que conformarían la reforma monetaria propuesta se inspirarían principalmente en el Plan Real.

Cabezas atribuye importantes resultados a una reforma monetaria. Según Rojas (2004), el presidente de la Comisión de Finanzas afirmó que la reforma monetaria “tendría el objetivo específico de fortalecer el bolívar reestableciendo su poder de compra, hacerlo más competitivo frente al resto de las unidades monetarias, aislarlo de escenarios devaluacionistas y propiciar una alta propensión al ahorro en moneda nacional”. Luego afirmó que “tendría una consecuencia favorable en el combate contra la inflación, la cual podría ubicarse en 3% para el cierre de 2007” [ABN (2005)].

Las condiciones para realizar la reforma, según Cabezas, estaban dadas en 2004, “debido a los resultados en indicadores como las reservas internacionales del país las cuales alcanzan los 23 millardos de dólares, registros de crecimiento económico positivo para los próximos 3 años, y tasas de inflación de un dígito para 2006 y 2007” [Rojas (2004)]. En 2006 aun eran mejores: “existen demasiadas fortalezas en los indicadores macroeconómicos que permiten al ente emisor estudiar una reforma monetaria”, al punto de permitir “estimar un crecimiento sostenido durante los próximos 12 años” [ABN (2006)].

¹⁷ La referencia al Plan Real se ha repetido en varias ocasiones desde entonces. Por ejemplo, ABN (2005) recoge la siguiente declaración: “sería una iniciativa sin precedentes en la nación, con lineamientos similares a los que aplicó Brasil en su plan denominado Real, en la década de los años 90, y que actualmente se califica como una de las reformas monetarias más exitosas en la región, sobre todo en un contexto de alta inflación como la que tenía el país carioca en esa oportunidad”. En otra declaración, Cabezas afirma que “el presidente del Banco (Gastón Parra) nos indicó que desde hace un mes el directorio designó una comisión para realizar una reforma monetaria, por tal motivo le planteamos la necesidad de hacer un trabajo conjunto para analizar los antecedentes y las experiencias como la de Brasil” [Armas, (2006a)].

En enero de 2006, siendo Gastón Parra Luzardo nuevo presidente del BCV, Cabezas anunció la creación de una comisión en el BCV para estudio de la reforma, que evaluaría conjuntamente las ventajas del Plan Real [Rodríguez (2006)]. Dicha comisión no había presentado conclusiones ni recomendaciones al momento de concluir este trabajo¹⁸ [Vera (2006a)].

5.2. EL EJEMPLO PARA LA REFORMA

Del examen de las declaraciones de Cabezas se deduce que:

1. Parte esencial de la propuesta contempla reducir el número de ceros del bolívar.
2. Parece inspirarse principalmente en el Plan Real.
3. Se le atribuye el poder de detener la inflación y fortalecer el bolívar reestableciendo su poder de compra, hacerlo más competitivo frente al resto de las unidades monetarias, aislarlo de escenarios devaluacionistas y propiciar una alta propensión al ahorro en moneda nacional, entre otras cosas.
4. Se le considera factible para Venezuela por su nivel de reservas y su crecimiento esperado.

Puesto que el objetivo de este trabajo es evaluar la pertinencia de la reforma propuesta, en esta sección examinaremos brevemente los antecedentes y características del Plan Real de Brasil.¹⁹

¹⁸ Aun cuando el BCV no ha publicado resultados de una investigación reciente sobre el tema, la Vicepresidencia de Estudios del Instituto actualizó en 2003 investigaciones realizadas desde 1996 en el Departamento de Apoyo Cuantitativo, relacionadas con la vigencia del cono monetario venezolano y con reformas monetarias realizadas en otros países. Entre otras cosas, Guerra (2003:21-22) sugiere en sus conclusiones desmonetizar las monedas de Bs. 1,00 y 2,00 por “su baja capacidad adquisitiva” y utilizar como nueva unidad monetaria la denominación de Bs. 100,00. Con respecto a la “supresión de determinados números de ceros en las denominaciones de las especies monetarias”, sugiere “considerar, además del valor real de las denominaciones, la trayectoria esperada de la inflación y muy especialmente el ambiente macroeconómico en el cual se anticipa se desenvolverá la economía.” Teniendo en cuenta “la nueva institucionalidad fiscal y monetaria” del país, que debería asegurar la solvencia fiscal (“insustituible para la estabilidad de precios”), aconseja “un período de aproximadamente un año para valorar la tendencia que exhibe la inflación y las reformas institucionales para decidir la redenominación de las especies monetarias con un nuevo valor.”

¹⁹ Otros programas de reforma monetaria no son comentados en el texto no sólo por no haber sido referidos por Cabezas en su propuesta, sino por compartir rasgos importantes con los programas aplicados en Brasil hasta 1994. La bibliografía al respecto es muy amplia. Sin embargo, una somera revisión sugiere que la reducción del número de ceros de la moneda es

El Plan Real de 1994 pretendía, entre otras cosas, detener la hiperinflación en Brasil. Casi una década de penosos precedentes se tuvo en cuenta al diseñarlo. Originada por décadas de financiamiento monetario de los gobiernos, y empeorada por la crisis de la deuda externa, la hiperinflación no pudo ser detenida por el Plan Cruzado de 1986 ni por los que le siguieron: el Cruzado II, el Bresser (1987), el Verano (1989) y el Collor (1990). Estos esfuerzos incluyeron controles de precios y salarios, reducción de la oferta de dinero, congelamiento de depósitos bancarios y cambios de moneda, todos los cuales fracasaron por el mantenimiento de expectativas de alta inflación y la ejecución de un gasto público excesivo. Vale decir que desde 1942 hasta 1994, antes de sustituir 2.750 cruzeiros reales por un real, se eliminaron tres ceros a la moneda brasileña cinco veces [en 1942, 1965, 1986, 1989 y 1993, según BCB (*sf*)].

Para fines de comparación, conviene examinar brevemente el Plan Cruzado de febrero de 1986 con el Plan Real de 1994 [ver Rabello y Ronci (1991/92), Leiderman (1993) y Dornbusch (1997)].

Los Planes Cruzado y Real compartían la explicación para la hiperinflación: su carácter era estructural, debido a un componente inercial generado por la indexación de los contratos y las expectativas sobre la persistencia de la inflación. Los diseñadores del Plan Cruzado optaron por congelar precios y salarios, controlar sus incrementos, fijar el tipo de cambio y las tasas de interés y reemplazar con un cruzado mil cruzeiros. Al proponer nuevos impuestos e intentar limitar el financiamiento del déficit a través del banco central, lo que el gobierno brasileño esperaba era, sobre todo, quebrar la inercia inflacionaria. Sin embargo, en menos de un año (noviembre de 1986, después de las elecciones parlamentarias) el Plan se abandonó. Al iniciarlo, la inflación anual rondaba el 400%. Al abandonarlo, el 500%. Entre las razones del fracaso del Plan Cruzado se cuentan:

- a. Los precios fueron congelados de modo que algunos bienes (como la carne y la leche) quedaron con precios relativamente muy bajos. Ello causó escasez y mercados negros, originando una inflación reprimida.

una medida frecuente en programas contra la hiperinflación, y que todos los programas que no detuvieron el financiamiento monetario de los déficits fiscales fracasaron en su propósito. De hecho, los programas exitosos solían ser precedidos por programas fracasados, cada uno de los cuales reducían el número de ceros de la moneda. Sargent (1986) comenta los programas que detuvieron cuatro grandes hiperinflaciones en Alemania, Austria, Hungría y Polonia durante el período entre las dos guerras mundiales. Dornbusch y Fischer (1986) los mismos casos, además de las hiperinflaciones de Italia de 1947, y Argentina e Israel durante los 80. Morales (1988) describe el caso de Bolivia. Dornbusch y Edwards (1991/1992) compilan artículos sobre países de América Latina. Leiderman (1993) se refiere a los casos de Argentina, Brasil y, principalmente, Israel, entre otros.

- b. Los gobiernos militares de Brasil entre 1964 y 1985 crearon empresas públicas y adoptaron planes proteccionistas (subsidios y controles de tasas de interés, por ejemplo) para estimular la industrialización y la sustitución de importaciones. La intervención estatal de décadas influyó en la realización de inversiones poco productivas. En parte por ello no creció la economía en respuesta al Plan Cruzado.
- c. El gobierno no logró poner en práctica nuevos impuestos y recurrió al banco central, con lo que perdió credibilidad. Algunos atribuyen esto al subdesarrollo institucional heredado del populismo.

A diferencia del Plan Cruzado, el Plan Real no recurrió al control, sino a la negociación. Para romper la conexión entre inflación pasada y expectativas futuras una prioridad era acabar con los contratos indexados. Para lograrlo, el Plan Real fue expuesto a trabajadores y empresarios, con la mayor transparencia, prometiendo diversas reformas fiscales. Es interesante anotar un importante mérito atribuido al Plan por Cardoso (2004), el Ministro de Finanzas que lo llevó adelante: “A diferencia de experiencias anteriores, todas insatisfactorias, este Plan fue montado a lo largo de un extenso proceso de consulta, diálogo, persuasión y adaptación de puntos de vista. La acogida que dispensaron a sus directrices las fuerzas productivas y la sociedad en general no fue, pues, un desdoblamiento fortuito. Se derivó de su legitimidad como proceso”.

El Plan Real introdujo una nueva unidad monetaria, el real, equivalente a 2.750 cruzeiros reales. Esta medida no pretendía detener la hiperinflación. Como ya se ha dicho, desde 1942 hasta 1994, se eliminaron tres ceros a la moneda brasileña cinco veces. Por el contrario, en una economía hiperinflacionaria un nuevo signo monetario podría cumplir las funciones de unidad de cuenta, medio de cambio y reserva de valor únicamente si lograba detenerse la hiperinflación. Para quebrar las expectativas inflacionarias era conveniente, además de acabar (concertadamente) con la indexación de contratos, definir un ancla de precios y reducir las presiones de origen fiscal sobre la expansión monetaria.

La medida de política más comentada por los proponentes de la reforma en Venezuela es la sustitución del cruzeiro real por el real. Es importante reconocer que el cruzeiro real perdió su poder como unidad de cuenta (y dejó de ser un patrón útil para realizar contratos) porque la inflación acumulada en Brasil los cuatro años previos al Plan Real fue de aproximadamente 3.500.000%. Su sustitución por el real debía contribuir efectivamente a reducir costos transaccionales. Sin embargo, los diseñadores del Plan sabían que una nueva moneda introduciría otros costos, y tomaron previsiones. Para lograr que la conversión monetaria fuera neutral, es decir, para tratar de evitar los efectos redistributivos perversos de Planes anteriores, los brasileños introdujeron una unidad de cuenta llamada Unidad Real de Valor (URV) cuatro meses antes de la sustitución. Con respecto a la URV, equivalente a \$1, debía devaluarse la moneda oficial. A dicha unidad debieron fijarse nuevamente salarios y precios, reajustarse

cuentas bancarias, presupuestos públicos y privados y otros contratos de mediano y largo plazo (como los alquileres). Tales complicaciones exigieron aprendizaje de la población y complejas negociaciones entre gobierno, productores y trabajadores para la fijación de precios. Transcurridos los cuatro meses, fue introducido el real con dos condiciones: una, que cada real emitido debía ser respaldado por un dólar de reserva. La otra, que el Banco Central de Brasil permitiría la apreciación del real, pero no su depreciación. La Exposición de Motivos del Plan Real, firmada por Ricúpero *et al* (1994), ofrece detalles oficiales sobre las políticas aplicadas.

Como ancla nominal de los precios los diseñadores del Plan Real decidieron utilizar el tipo de cambio, para lo cual eligieron un régimen de *crawling peg* dentro de los límites de una minibanda cambiaria, a su vez dentro de una maxibanda. El régimen fue modificado cinco veces desde marzo 1995 hasta el 12 de enero de 1999, hasta su abandono a favor de la flotación del real. Durante el período las tasas de interés se mantuvieron relativamente altas para contribuir a mantener el real sobrevaluado, a pesar de las consecuencias negativas que esto tuvo para el sector transable. Aunque a esto se atribuye en buena medida el fin inmediato de la hiperinflación, algunos sostienen que la política de tipos de cambio y tasas de interés también provocó el progresivo deterioro de la balanza de pagos, los saltos bruscos en la inversión, el mayor costo de la deuda pública y una crisis bancaria que acabó con 18 bancos en 1995-1996 [ver Dornbush (1997), Amann y Baer (2000) y Cinquetti (2000)].

Por último, reconociendo que los planes anteriores fracasaron en parte por la persistencia de déficits fiscales financiados por un banco central débil, un año antes de aplicar el Plan balancearon el presupuesto del gobierno. Además presentaron programas para evitar déficits recurrentes²⁰ y fortalecer la autonomía del banco central²¹, procurando la mayor transparencia con respecto a sus objetivos. Lograr detener la hiperinflación fue el éxito principal del Plan Real, y corresponde en parte a la credibilidad que sus proponentes supieron darle al principio. Sin embargo, los incrementos en las tasas de interés realizados para mantener el real sobrevaluado afectaron los pagos del gobierno por intereses sobre su deuda interna, y contribuyeron a explicar el retraso en la reforma fiscal. Este retraso le restó credibilidad al gobierno y atentó contra el Plan. Tal situación de fragilidad fue agravada por los sucesivos golpes de las crisis rusa, mexicana y asiática, que obligaron al gobierno a permitir la fluctuación del

²⁰ Una de las primeras medidas fue crear un Fondo Social de Emergencia, que permitía limitar la parte de los ingresos públicos que correspondía constitucionalmente a los estados. El plan incluía privatizar de empresas públicas, limitar los gastos de todos los niveles de gobierno, crear nuevos impuestos, reformar la seguridad social, hacer reformas constitucionales para desregular el mercado de trabajo y reducir la protección a los empleados públicos.

²¹ A tal punto era débil el banco central que la emisión monetaria estaba a cargo de un Consejo Monetario Nacional, en el cual el banco compartía responsabilidades con el ejecutivo y con representantes de trabajadores y empresarios.

tipo de cambio y posterior devaluación en 1999. Con dicha devaluación suele decirse que el Plan colapsó.

Años después, algunos consideran el Plan exitoso porque a un año de su aplicación la inflación anual había caído de 1340% a 46,18%. Según otros, el programa sólo creó una ilusión de estabilidad y tuvo efectos secundarios indeseables.

CONCLUSIÓN: ¿UN PLAN REAL PARA VENEZUELA?

Es necesario enfatizar que el Plan Real fue diseñado para detener una hiperinflación, (lo que convencionalmente se define como un proceso inflacionario con tasas de inflación mensuales superiores a 50%). Siendo este el punto de partida, parece fuera de lugar pretender aplicar un programa semejante a una economía no hiperinflacionaria, como la venezolana. Sin embargo, siendo la principal referencia citada en apoyo de la propuesta de reforma monetaria para Venezuela, la breve revisión del Plan Real realizada hasta aquí permite suponer que dicha propuesta debe incluir:

1. Uso del tipo de cambio como ancla nominal.
2. Eliminación del déficit fiscal
3. Fortalecimiento de la autonomía del BCV.
4. Negociación de contratos para evitar inercia inflacionaria.
5. Introducción de una nueva unidad de cuenta y posteriormente de una nueva moneda.

Vale recordar que tres de las primeras políticas del actual gobierno coinciden con tres de las aplicadas en Brasil en 1994, y que luego fueron abandonadas²³. En primer lugar, mantuvo el sistema de bandas cambiarias definido por el gobierno anterior en 1996 (dos años después de adoptar Brasil dicho régimen) hasta 2002, cuando un período de bajos precios del petróleo dificultó detener la pérdida de reservas internacionales. El propósito de la medida era similar al enunciado en el Plan Real: otorgar a los precios un ancla nominal, a pesar de la apreciación real progresiva debida al mantenimiento del régimen, y a la pérdida de competitividad asociada a la apreciación. Actualmente, el gobierno mantiene un control de cambios desde 2003, aunque los ingresos petroleros se han incrementado desde entonces.

En segundo lugar, durante el año 1999 el gobierno anunció la reducción de gastos fiscales en un contexto de caída de precios del petróleo. Sin embargo, los gastos no se redujeron. A pesar del incremento en los ingresos petroleros y no petroleros el gobierno

²³ Guerra (2004) ofrece un análisis detallado de las políticas aplicadas por el gobierno desde 1999 hasta 2003.

no logró un superávit financiero hasta 2005. En tercer lugar, el gobierno manifestó su interés por reconocer la autonomía del BCV, aprobando el rango constitucional que le concedió la Asamblea Constituyente de 1999. Sin embargo, las presiones públicas del Ejecutivo sobre el Instituto y las sucesivas reformas de su Ley para percibir utilidades cambiarias y disponer de las reservas internacionales para gasto público, debilitan la percepción del BCV como un ente autónomo. El abandono de los primeros tres propósitos enunciados no parece tener en cuenta su impacto sobre las expectativas. Por el contrario, coloca a la economía en una situación de fragilidad y deterioro, únicamente sostenible en un contexto de altos ingresos petroleros.

El nivel de reservas del BCV, luego de la reforma de su Ley, quedó subordinado a los requerimientos del Ejecutivo Nacional a través de FONDEN y de PDVSA para el mantenimiento de sus propios fondos. El nuevo marco legal permite utilizar el control de cambios y un umbral de reservas denominado “nivel adecuado” para entregar divisas provenientes del petróleo directamente al Gobierno Central. Ello implicaría mayor dependencia petrolera con respecto al financiamiento del gasto público, creciente durante los últimos años. Reducciones inesperadas del precio del petróleo no sólo podrían implicar un incremento en el nivel de reservas “adecuado” calculado por el BCV en dicho contexto. También implicarían el agravamiento del déficit fiscal y las condiciones de endeudamiento para un gobierno que incrementó sus compromisos en tiempos de precios altos o para cualquiera de los gobiernos posteriores.

De las políticas del Plan Real que hemos indicado hay dos que el gobierno no ha aplicado hasta ahora. Una es la negociación de precios y salarios. Por el contrario, ha establecido una red de suministros de alimentos importados subsidiados que compiten con los productos nacionales, ha impuesto controles de precios y aumentos de salario mínimo. La otra es el cambio de signo monetario, tema principal en las declaraciones a la prensa de las autoridades involucradas.

La sustitución del cruzeiro real por el real es la medida de política que recuerda el pasado hiperinflacionario de Brasil. No la que explica su futuro de inflación controlada. El Plan Real califica principalmente como uno de estabilización utilizando tipo de cambio, y su éxito dependió fundamentalmente de la credibilidad del gobierno al anunciar y procurar eliminar el déficit fiscal. Reducir el número de ceros de la moneda se había hecho antes, introduciendo costos transaccionales que afectaron los precios relativos y dificultaron la realización de viejos y nuevos contratos. Tales costos se han justificado en economías donde la hiperinflación imposibilita a la moneda que satisfaga las funciones de unidad de cuenta, reserva de valor y medio de cambio, pero son inútiles cuando los gobiernos incrementan persistentemente y sin control los agregados monetarios para cubrir su gasto fiscal²⁴.

²⁴ Al comentar el súbito final de la hiperinflación alemana de 1923, Sargent (1986:106) escribe que “aunque se ha atribuido gran importancia psicológica a [la creación del *retenmark*,

Venezuela no ha sido una economía hiperinflacionaria, por lo que es posible que los costos transaccionales reducidos con un cambio de moneda sean inferiores que los generados por la medida. Afortunadamente, mantener un nivel de gastos sostenible y evitar su financiamiento utilizando recursos del BCV contribuiría decisivamente a estabilizar tipo de cambio, tasas de interés y precios, sin depender de controles y sin que sea necesario reducir el número de ceros de la moneda. Hacer lo contrario, como parece ser la reforma monetaria propuesta hasta ahora, parece más una versión del Plan Cruzado que una del Plan Real. Paradójicamente antes de una hiperinflación, y no después.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABN (2005) “Venezuela está en condiciones de impulsar reforma monetaria” en *Agencia Bolivariana de Noticias*, 27/12/05 [http://www.abn.info.ve/go_news5.php?articulo=31414&lee=3]
- ABN (2006a) “BCV inició estudio con miras a efectuar reforma monetaria” en *Agencia Bolivariana de Noticias*, 25/01/06 [http://www.abn.info.ve/go_news5.php?articulo=34915]
- ABN (2006b) “BCV incorporará modificaciones a símbolos patrios en monedas y billetes” en *Agencia Bolivariana de Noticias*, 14/03/06 [http://www.abn.info.ve/go_news5.php?articulo=40556&lee=3]
- Amann, E. y W. Baer (2000) “The Illusion of Stability: The Brazilian Economy Under Cardoso” *World Development* Vol. 28, No. 10, pp. 1805-1819.
- Armas, M. (2006a) “Plantean reducir ceros al bolívar: BCV creó una comisión especial para analizar la reforma monetaria” en *El Universal*, 26 de enero, [http://www.eud.com/2006/01/26/eco_art_26201A.shtml]
- Armas, M. (2006b) “Directorio del Banco Central autorizó traspaso de reservas por \$4 millardos” en *El Universal*, 23 de febrero, [http://www.eluniversal.com/2006/02/23/eco_art_23201C.shtml]
- Banco Central de Venezuela (1980) “Apéndice metodológico” en *Informe económico 1980*, BCV, págs. 146-152

equivalente a 10¹² marcos de papel], es difícil adscribir ningún efecto substancial a lo que no era en sí más que una medida cosmética. El aspecto sustantivo ... era el establecimiento de un *Retenbank* que asumiera las funciones de emisión del *Reichsbank*”. Es interesante notar que suele calificarse como “positivo” el efecto psicológico de cambiar de moneda. Según Rodríguez (2004b), Maza Zavala le atribuyó “la sensación de un bolívar más fuerte”, que “por sí sólo no contribuye a reducir la inflación, sólo es un saludo a la bandera”. Sin embargo, es conveniente recordar que en economías no hiperinflacionarias el cambio de unidad monetaria puede causar efectos psicológicos “negativos” [ver Gamble (2006)].

- Banco Central de Venezuela (2004a) *Informe sobre las reservas internacionales en Venezuela*, Caracas, BCV, 46 págs.
- Banco Central de Venezuela (2004b) "BCV desmiente reforma monetaria para eliminar tres ceros al cono monetario", Caracas, BCV, 09.11.04 [publicado en *El Nacional*, 10.11.04, A/18 y disponible en <http://www.bcv.org.ve/Upload/Comunicados/reformamonetaria.pdf>]
- Banco Central de Venezuela (2006) *Informe a la Asamblea Nacional sobre los resultados económicos del año 2005*, Caracas, BCV, 59 págs.
- Balza G., R. (1999) "Sorpresas Monetarias en Venezuela (1968-1996)", *Temas de Coyuntura*, IIES-UCAB, junio, N° 39, págs 131-185.
- Balza G., R. (2002) "Sobre las Remuneraciones Pagadas a los Trabajadores en Venezuela de 1986 a 2002. Cuadros Estadísticos"; en la *Revista de Investigaciones sobre Relaciones Industriales y Laborales*, UCAB, enero-diciembre, N° 38, págs. 299-324
- Balza G., R. (2004) "OPEP: Historia y Literatura" en *Temas de Coyuntura*, No. 50, IIES-UCAB, 21-53
- Balza G., R. (2005a) "Cambio dual en economías petroleras: modelos de primera generación" en *Temas de Coyuntura*, No. 51, IIES-UCAB, 89-120
- Balza G., R. (2005b) "Crítica Bibliográfica: Varios (205), Reservas excedentarias en Venezuela..." en *Temas de Coyuntura*, No. 51, IIES-UCAB, 128-147
- Banco Central do Brasil (sf) "Reformas do Sistema Monetário Brasileiro" del *Banco Central do Brasil*, disponible en <http://www.bcb.gov.br/htmls/museu-espacos/refmone.asp>
- Ben-Bassat, A. y Gottlieb, D. (1992a) "Optimal international reserves and sovereign risk", *Journal of International Economics*, Vol. 33: 345-362
- Ben-Bassat, A. y Gottlieb, D. (1992b) "On the effect of opportunity cost on international reserve holdings", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 74: 329-332
- Blanco, E. y Córdoba, A. (1996) "El nivel óptimo de reservas internacionales. El caso venezolano" en *Serie Documentos de Trabajo N° 2*, Caracas, Banco Central de Venezuela, 38 págs.
- Cabezas, R. (2005) "Reservas excedentarias en Venezuela: una propuesta" en Varios (2005): 13-24
- Cardoso, F. H. (2004) "Más allá de la economía: interacciones de la política y desarrollo económico" *Revista de la Cepal* 83 • agosto, 7-12
- Cinquetti, C. (2000) "The Real Plan: Stabilization and Destabilization" *World Development* Vol. 28, No. 1, pp. 155-171
- Chang, S. (1994) "Tipo de cambio e inercia inflacionaria. Comentario a la ponencia de Luis Zambrano" en *La política económica necesaria: estabilización, crecimiento y solidaridad*, Publicaciones UCAB págs 389 - 420
- Dornbusch, R. (1997) "Brazil's incomplete stabilization and reform" *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1997 No. I. 367-404

- Dornbusch, R. y S. Fischer (1986) «Stopping Hyperinflations Past and Present” *NBER Working Paper* No. 1810 , 69 p.
- Dornbusch, R. y S. Edwards (1991/1992) [Comps.] *Macroeconomía del populismo en la América Latina*, México, D.F., FCE, 458 págs.
- Gamble, A. (2006) “Euro illusion or the reverse? Effects of currency and income on evaluations of prices of consumer products” *Journal of Economic Psychology*, *In Press, Corrected Proof*, 12h. Disponible en <http://www.sciencedirect.com>
- García, G., R. Rodríguez, L. Marcano, R. Penfold y G. Sánchez (1997) “La sostenibilidad de la política fiscal en Venezuela” *Revista BCV* Vol. XI N° 2 págs. 11-104
- García, G., R. Rodríguez y S. Salvato (1996) “Ingresos fiscales y tributación no petrolera en Venezuela” *Temas de Coyuntura* N° 33 págs 3 – 85
- Guerra, J. (2004) “Consideraciones sobre la vigencia del cono monetario y la reforma monetaria”, Banco Central de Venezuela, Vicepresidencia de Estudios (Mimeo); 25 págs.
- Guerra, J. (2004) *La política económica en Venezuela: 1999-2003*, Caracas, Universidad Central de Venezuela, 141 págs.
- Guerra, J. [Comp.] (2002) *Estudios sobre la Inflación en Venezuela*, Caracas, Banco Central de Venezuela, 196 págs.
- Guerra, J. y J. Pineda [Comps.] (2004) *Temas de Política Cambiaria en Venezuela*, Caracas, Banco Central de Venezuela, 179 págs.
- Hausmann, R. (1990) *Shocks externos y ajuste macroeconómico*, BCV, 359 págs.
- Layrisse, I. (1996) “Comentarios al trabajo ‘Financiamiento del gasto fiscal, dinámica monetaria e inflación en Venezuela’” *Temas de Coyuntura*, N° 33, págs 201 – 211,
- Layrisse, I y A. Puente (1995) “La relevancia de la política cambiaria en el ajuste fiscal y el control de la inflación en Venezuela” *Temas de Coyuntura* N° 31 págs 19-35
- Leiderman L. (1993) *Inflation and Disinflation: The Israeli Experiment*, USA, University Of Chicago Press, 344 págs.
- Mommer, B. (2002) “Venezuela: Un nuevo marco legal e institucional petrolero” en *Revista venezolana de Economía y Ciencias Sociales*; v8 n2, pp. 201-207.
- Morales, C. (2005) “Banco del Tesoro no debilitará a banca pública y privada” en *Noticias de la Asamblea Nacional de la República Bolivariana de Venezuela*, 11/8/2005. Disponible en <http://www.asambleanacional.gov.ve/ns2/noticia.asp?numn=7845>
- Morales, J. (1988) “The end of the Bolivian Hyperinflation” Instituto de Investigaciones Socio Económicas, Documento de Trabajo No. 03/88, 31 p.
- Nóbrega, T. (2005) Presentación sin título en *Varios* (2005):25-47.
- Rabello, P. y M. Ronci (1991/1992) “Sesenta años de populismo en el Brasil” en Dornbusch, R. y S. Edwards (1991/1992) [Comps.], págs. 176-200.

- Ricúpero, R. *et al* (1994) “Exposição de Motivos da MP do Plano Real” E.M. Interministerial N° 205/MF/SEPLAN/MJ/MTb/MPS/MS/SAF en *Ministerio de Fazenda*, disponible en <http://www.fazenda.gov.br/portugues/real/reallem.asp>
- Riutort, M. y L. Zambrano (1997) “Volatilidad de la política fiscal en Venezuela” *Temas de Coyuntura* N° 35 págs 7 – 48
- Rodríguez, C. (2004a) “Superintendente de Bancos considera apropiado quitar tres ceros a la moneda” en *El Nacional*, 06.11.04, A/17
- Rodríguez, C. (2004b) “BCV: No se eliminarán tres ceros a la moneda” en *El Nacional*, 10.11.04, A/16
- Rodríguez, C. (2006) “BCV y Parlamento estudiarán reducir ceros a la moneda” en *El Nacional*, 26.01.06, A/16
- Rojas, A. (2004) “Si hay discusiones técnicas sobre reforma monetaria” en *El Nacional*, 11.11.04, A/20
- Sardi, R., F. Sáez y Guerra J. (1998) “Aspectos teóricos y operativos para la definición de una banda cambiaria en Venezuela” *Revista BCV* págs 15 – 82
- Sargent, T. (1986) *Expectativas racionales e inflación*, España, Alianza Editorial; 231 págs.
- Varios (2005), *Reservas excedentarias en Venezuela: una propuesta*, Caracas, Comisión Permanente de Finanzas, Asamblea Nacional de la República Bolivariana de Venezuela, 122 págs.
- Vera, B. (2006a) “La reforma monetaria aun espera su momento” en *El Nacional*, 24.04.06, A/23
- Vera, B. (2006b) “BCV no publicó saldo de activos al cierre de abril” en *El Nacional*, 06.05.06, A/16
- Vera, B. (2006c) “TSJ admitió acción de nulidad contra Ley del BCV” en *El Nacional*, 12.05.06, A/26
- Vera, B. (2006d) “Pérdidas por Bs. 35,2 millardos revela balance del Banco Central” en *El Nacional*, 13.05.06, A/16
- Vera, B. (2006e) “Pérdidas del BCV en abril ascienden a Bs 305 millardos” en *El Nacional*, 24.05.06, A/20
- Zambrano, L. (1994) “Tipo de cambio real e inercia inflacionaria en Venezuela” en *La política económica necesaria: estabilización, crecimiento y solidaridad*, Publicaciones UCAB págs 317 – 376
- Zambrano, L. y R. Muñoz (1988) *Implicaciones monetarias de la política fiscal*, IIES-UCAB, 147 h.
- Zambrano, L., M. Riutort y K. Páez (1996) “Financiamiento del gasto fiscal, dinámica monetaria e inflación en Venezuela” *Temas de Coyuntura* N° 33 págs 145 – 184

Recibido: 4 de mayo 2006
Aprobado: 19 de mayo 2006

ANEXOS

Gráfico A1
Posición de los Activos de Reserva del BCV por Instrumento:
Venezuela, I Trim. 1997 - IV Trim. 2005. (Millones de US\$)

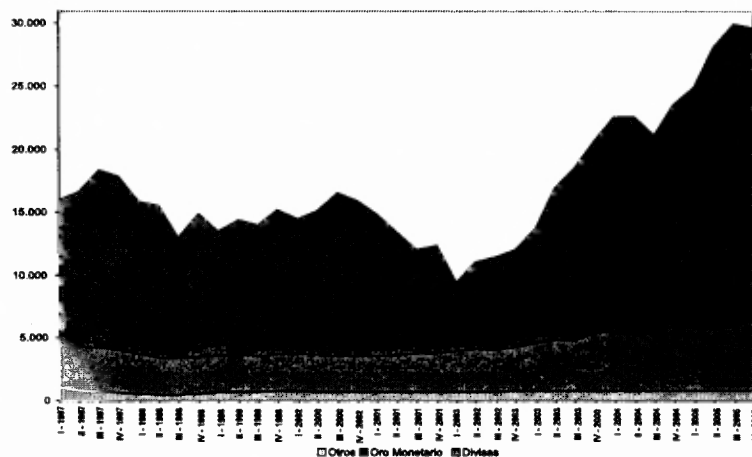


Gráfico A2
Precio y valor de las exportaciones de petróleo, expresados como
proporción de su valor en 1998: Venezuela, 1998-2005

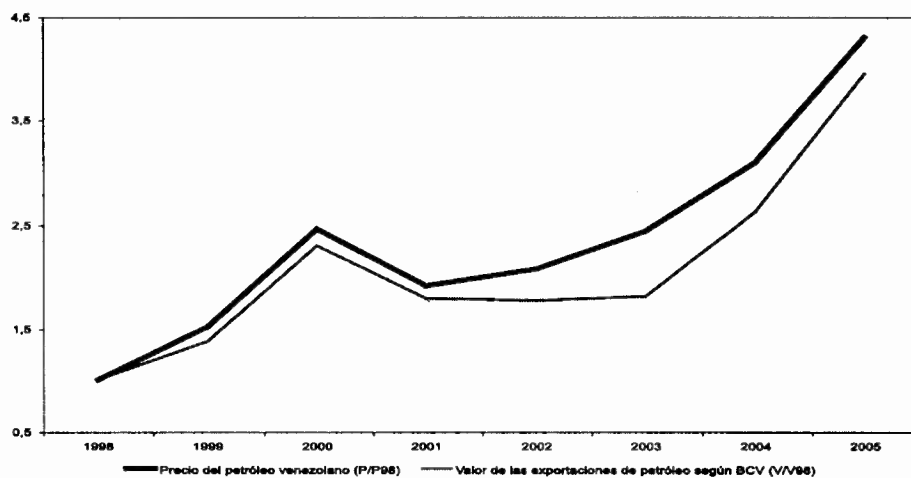


Gráfico A3
Reservas Internacionales netas en Bs. y US\$, expresadas como proporción de su valor en 1997, y tipo de cambio implícito Bs./\$: Venezuela, I Trim. 1997 - IV Trim. 2005

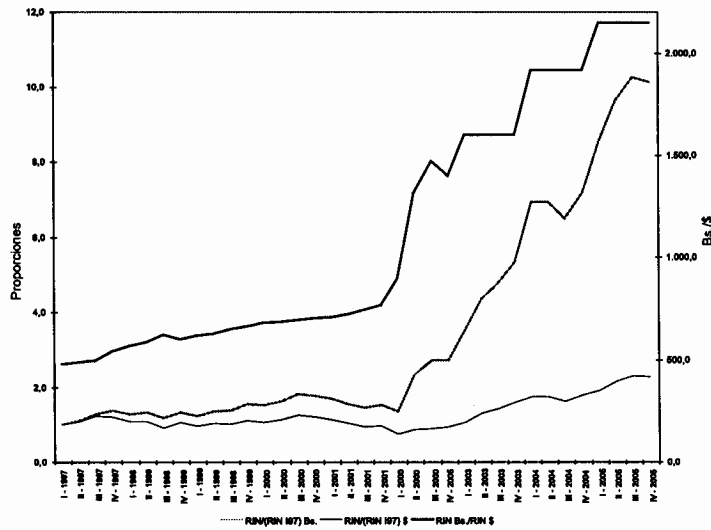


Gráfico A4
Base Monetaria y Reservas Internacionales Netas: Venezuela, I Trim. 1997 - IV Trim. 2005

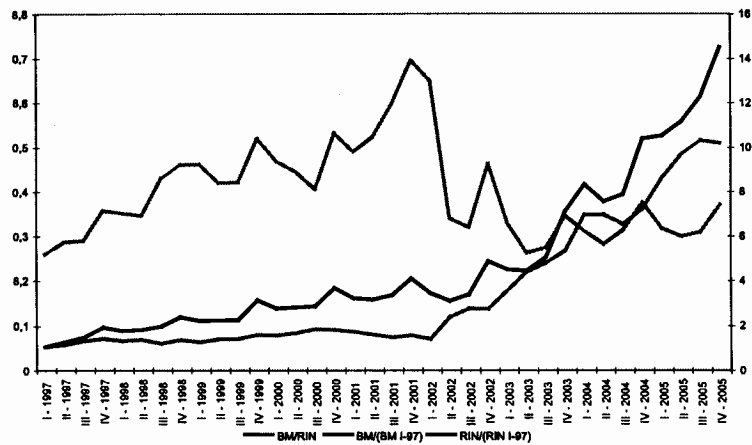


Gráfico A5
Instrumentos de Crédito del BCV como Fuentes de Base Monetaria: Venezuela,
I Trim. 1997 - IV Trim. 2005 (Millones de Bs.)

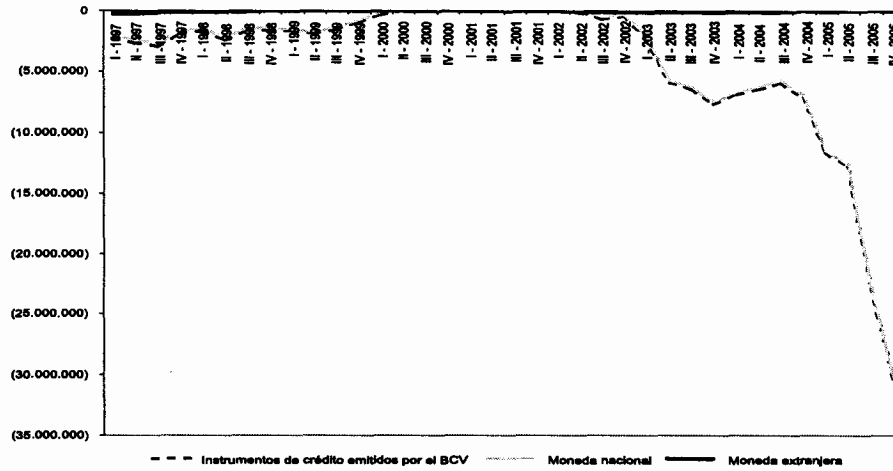


Gráfico A6
Sector Público como Fuente de Base Monetaria:
Venezuela, I Trim. 1997 - IV Trim. 2005 (Millones de Bs.)

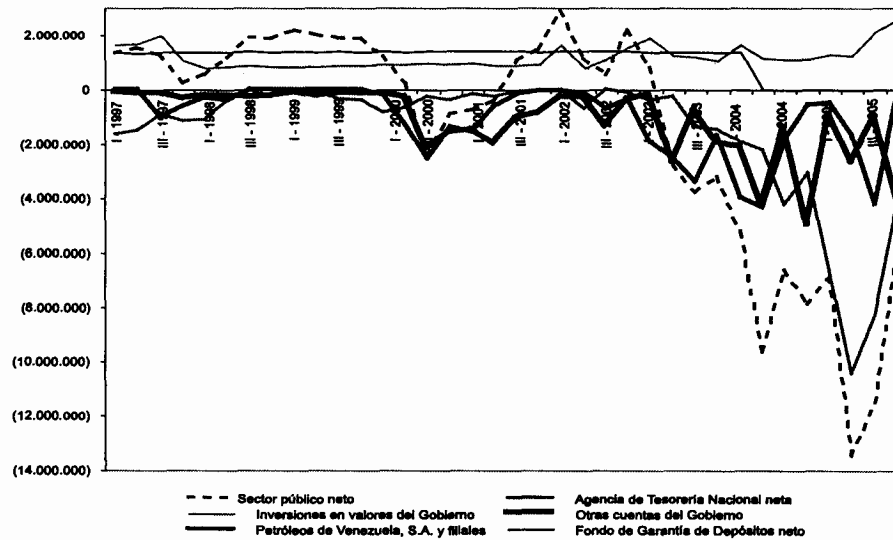


Gráfico A7
Superficie o déficits del Gobierno Central Presupuestario:
Venezuela, I-1998 a IV-2004

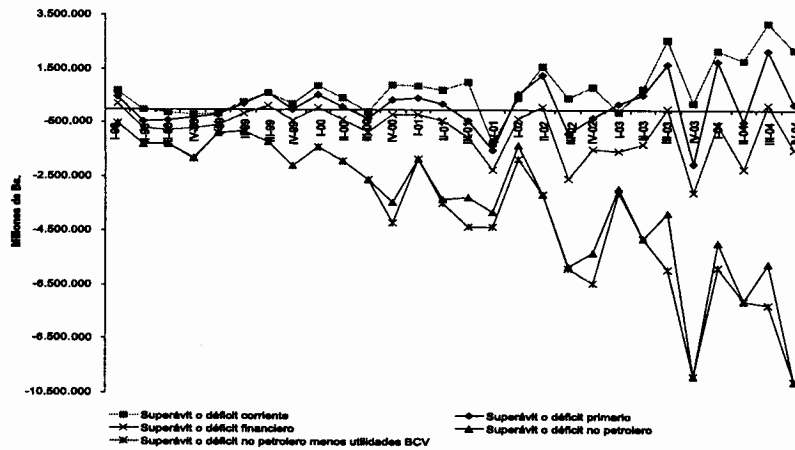


Gráfico A8
Ingresos corrientes del Gobierno Central Presupuestario:
Venezuela, I-1998 a IV-2004

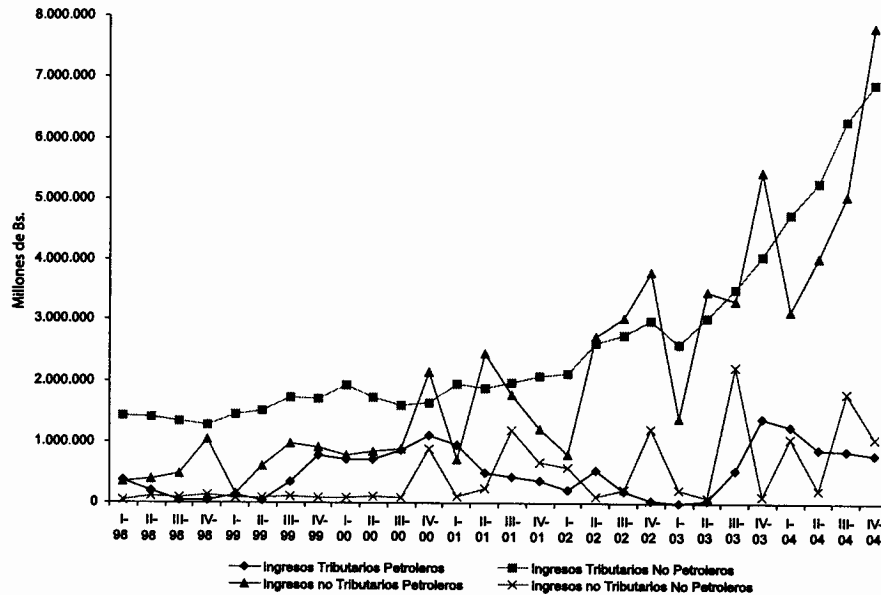


Gráfico A9
Gastos corrientes del Gobierno Central Presupuestario:
Venezuela, I-1998 a IV-2004

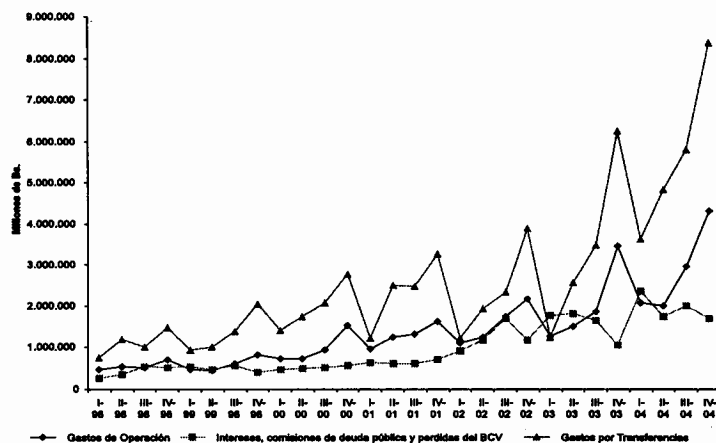


Gráfico A10
Gasto Corriente en Transferencias del Gobierno Central Presupuestario:
Venezuela, I-1998 a IV-2004 - (Millones de Bs.)

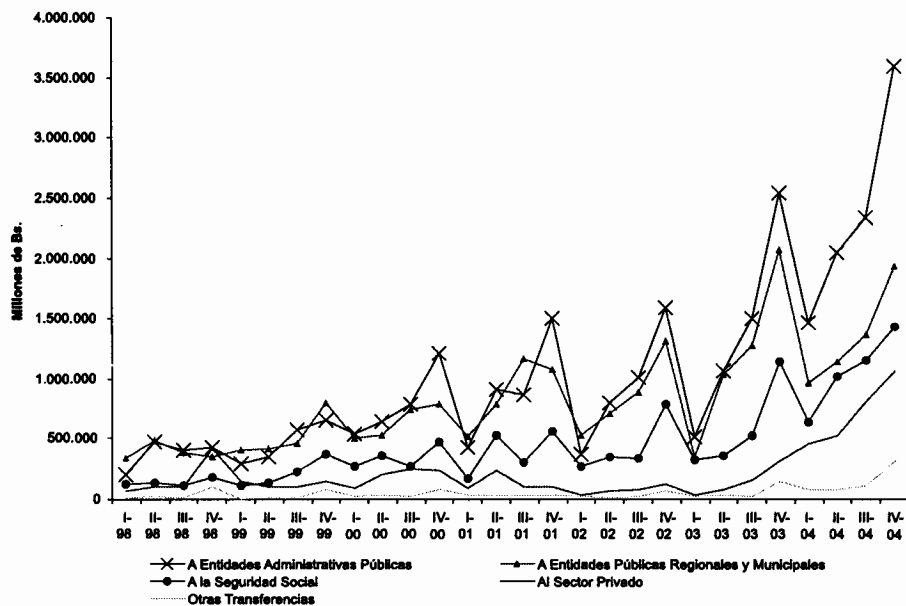


Gráfico A11
Saldo de la Deuda Pública Interna al 31 de Diciembre de cada año:
Venezuela, 1996-2005 - (Millones Bs.)

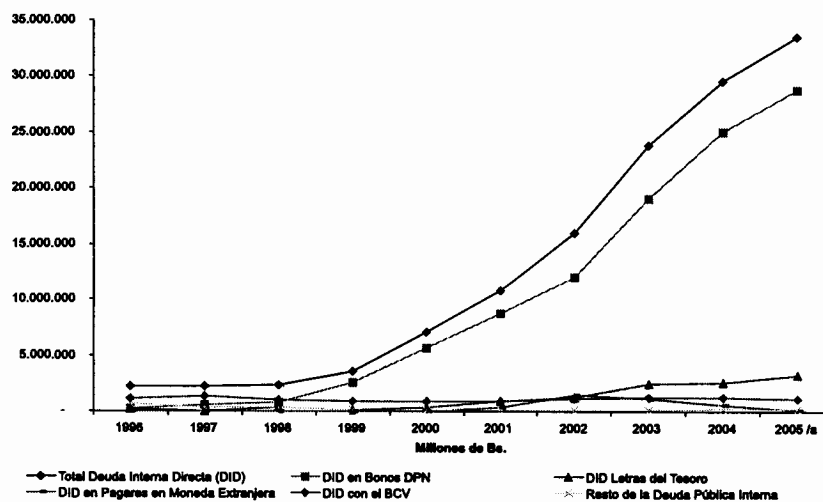


Gráfico A12
Saldo de la Deuda Pública Externa al 31 de Diciembre de cada año:
Venezuela, 1996-2005 - Millones de US\$

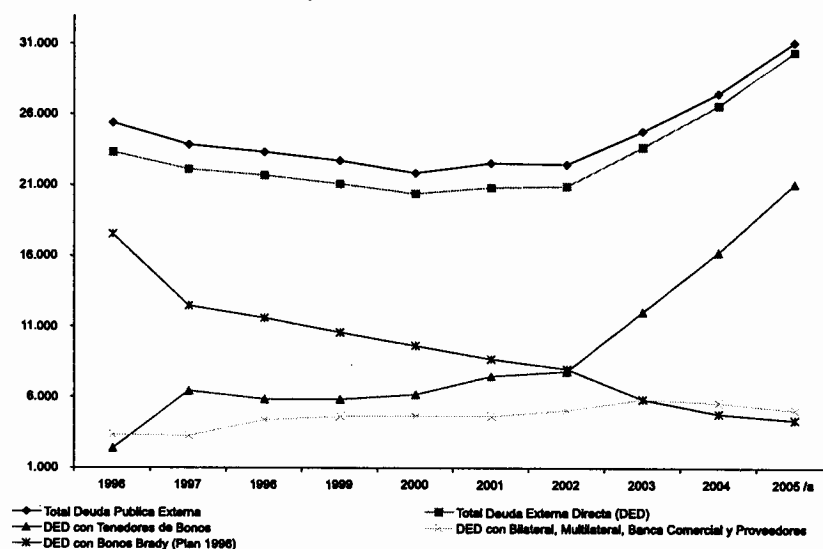


Gráfico A13
Razón Ocupados en el Sector Formal a Informal
y Tipo de Cambio Real Interno: Venezuela, 1984-2002

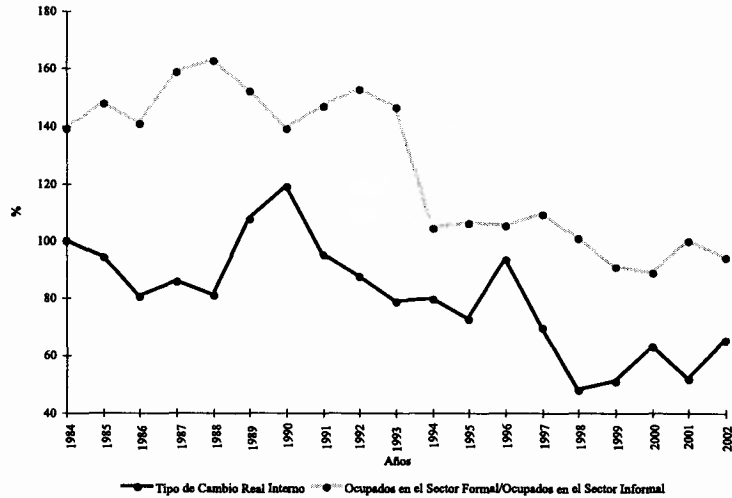


Gráfico A14
Brecha entre el tipo de cambio implícito CANTV y el oficial:
Venezuela, 03.02.02 a 03.02.06

