

# *Relevancia de la política cambiaria en el ajuste fiscal y en el control de la inflación en Venezuela\**

Irene Layrisse de Niculescu  
Alejandro Punte

---

## *Introducción*

La inflación ha sido el talón de Aquiles del Programa de Ajuste instrumentado en Venezuela en el período 1989-1993. Después de una década de deterioro sostenido de los ingresos reales, la persistencia de elevadas tasas de inflación en los noventa ha minimizado la percepción de los logros obtenidos en otras áreas y estimulado la resistencia al programa, aportando un sustento económico objetivo a los acontecimientos políticos recientes.

La falla fundamental en materia de estabilización se ubica en el área fiscal y en el consecuente establecimiento de una mezcla inadecuada de políticas macroeconómicas: una política fiscal expansiva, una política cambiaria reactiva o basada en una concepción errada de competitividad y una política monetaria restrictiva, compelida a soportar todo el peso del ajuste.

Efectivamente, para lograr la estabilización en Venezuela es particularmente necesaria la consistencia entre las políticas macroeconómicas. Los efectos monetarios de la política fiscal y más específicamente, las consecuencias monetarias y fiscales de la depreciación cambiaria, imponen esta restricción.

Dado que una porción significativa de los ingresos fiscales proviene de las exportaciones petroleras, parte importante del gasto fiscal implica una creación primaria de dinero. En consecuencia, bajo un régimen de flexibilidad cambiaria y movilidad de capital, el Banco Central tampoco tiene pleno control de la base monetaria. Por su parte, la depreciación cambiaria permite un financiamiento monetario inorgánico del gasto fiscal (impuesto cambiario), que es encubierto en los ingresos ordinarios y en la medición tradicional del déficit fiscal.

Esta particularidad de la economía venezolana evidencia no sólo la necesidad de un ajuste más permanente de las finanzas públicas<sup>1</sup> y diferente a la reducción del déficit

---

\* Una primera versión de este trabajo fue publicada en Cuadernos de Postgrado N° 5, CEAP-FACES-UCV, marzo 1994.

<sup>1</sup> Principalmente a través de la expansión de la recaudación tributaria interna.

fiscal, sino también la relevancia de la política cambiaria para el logro del ajuste fiscal requerido y en general para el control de la inflación.

En el contexto macroeconómico reciente, el tipo de cambio ha adquirido un rol clave en la formación de expectativas inflacionarias y por lo tanto repercute directamente en la fijación de precios. Los agentes han aprendido que la devaluación<sup>2</sup> es un buen indicador de la inflación futura. No sólo permite anticipar la expansión fiscal financiada monetariamente y sus efectos sobre la demanda agregada, sino las implicaciones por el lado de la oferta del aumento de los costos de insumos, maquinarias y equipos importados.

La consideración del efecto de retroalimentación de la inflación al tipo de cambio<sup>3</sup> refuerza la tesis aquí sostenida sobre la no-neutralidad de la regla cambiaria en el control de la inflación en Venezuela. Una regla cambiaria que propicie la paridad de poder de compra institucionaliza el mecanismo acumulativo devaluación-inflación<sup>4</sup>, restando eficacia a los avances logrados en las áreas monetaria y fiscal dentro del proceso de estabilización.

Por último, es importante destacar que la mezcla de políticas macroeconómicas adoptada no sólo fue ineficaz para reducir la inflación sino inconveniente para retomar la senda de un crecimiento sostenido. Las elevadas tasas de interés resultantes de la indisciplina fiscal y del control monetario indujeron la desintermediación financiera y afectaron la inversión real y en general la oferta interna de bienes y servicios. Más recientemente, la permanencia prolongada y acentuación de la restricción monetaria crearon las condiciones para el desencadenamiento de la crisis del sector financiero<sup>5</sup>.

Los efectos nocivos de la inflación sobre la distribución del ingreso, la inversión y la competitividad imponen la necesidad de su reducción para retomar la senda del crecimiento y de un mayor bienestar social. La definición e instrumentación de un programa de estabilización eficaz para Venezuela constituye, en consecuencia, una tarea prioritaria.

---

2 En el trabajo se utiliza indistintamente devaluación y depreciación cambiaria, aunque esta última es el término preciso bajo un régimen de tipo de cambio flexible.

3 En Niculescu y Puente (1992) se presentan los resultados de la contrastación empírica de la hipótesis del círculo vicioso devaluación-inflación. Consultar también Bilson (1979), Bond (1980), Önis y Özmucur (1990).

4 Ciertamente, en un contexto de oferta abundante de divisas, la esterilización de parte de éstas —por ejemplo, a través de un fondo de estabilización macroeconómica— debilita el impacto de la devaluación sobre la inflación.

5 Ciertamente, además de los factores macroeconómicos señalados, ha contribuido a la crisis financiera la falta de una adecuada regulación y capacidad de supervisión y control de la banca, que permita garantizar un manejo procedente de los ahorros del público.

### *La economía venezolana en el contexto del programa de ajuste*

En 1988, año anterior a la instrumentación del Programa de Ajuste, se hicieron patentes los desequilibrios que desencadenó el crecimiento del período 1986-1988, dinamizado por la expansión del gasto público en un contexto de fuertes restricciones en el sector externo por el colapso de las exportaciones petroleras. En ese año se configuró una situación generalizada de exceso de demanda y de represión financiera.

El "Programa del Ajuste Estructural" (PAE), cuya instrumentación se inició en 1989, no sólo pretendía enfrentar los desequilibrios macroeconómicos sino abordar simultáneamente el "cambio estructural". En particular, se esperaba reducir la dependencia de la economía con respecto al sector petrolero y al gasto público y trasladar a las exportaciones no tradicionales la base del crecimiento futuro. La orientación general de las políticas también favorecía una apertura de la economía y una mayor participación del mercado en la asignación de recursos.

No obstante haberse iniciado desde el principio los procesos vinculados a las reformas económico-institucionales<sup>6</sup>, los avances alcanzados durante el período de Gobierno fueron tímidos en relación con la magnitud de la tarea emprendida, la cual fue de hecho obstaculizada por un Congreso reacio a asumir el costo político de sus decisiones.

La adopción de un tipo de cambio único y flexible en 1989 hizo que éste se estableciera a un nivel cercano al tipo de cambio financiero del período anterior. La maxidevaluación resultante para las transacciones comerciales implicó una fuerte presión por el lado de los costos, a la cual se agregó el efecto de la liberación de precios y del ajuste de las tarifas públicas, reprimidos en el período anterior, generando un nivel de inflación sin precedentes en Venezuela (cuadro 1). Simultáneamente, la transferencia de ingresos del sector privado al sector público, resultante de la devaluación, ocasionó una fuerte caída de la actividad privada y del empleo, y permitió reducir artificialmente la brecha fiscal.

La magnitud de estos efectos y sus consecuencias en el ámbito social motivaron en 1990 a establecer de nuevo como objetivo prioritario la reactivación de la economía, aun cuando el ajuste todavía requería un proceso de consolidación. La dinamización de la demanda interna a través del gasto público fue apoyada por los ingresos petroleros no esperados que se produjeron a consecuencia de la crisis del Golfo Pérsico en los años 1990 y 1991. Por su parte, las exportaciones no petroleras, inicialmente favorecidas por la devaluación y la contracción interna, fueron perdiendo dinamismo.

---

<sup>6</sup> Reestructuración del sector público, privatización de empresas del Estado, reforma tributaria y reforma financiera.

Cuadro 1												
Cuentas de los sectores externo, público, monetario y real. Período 1988-1991												
	1988		1989		1990		1991		1992		1993 <sup>7)</sup>	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
<b>SECTOR EXTERNO</b>												
Exportaciones Totales de Bienes (MM\$)	10239	100.0	13144	100.0	17278	100.0	14968	100.0	13995	100.0	14222	100.0
Petroleras (1)	8158		10001	76.1	13750	79.6	12119	81.0	11014	78.7	10168	71.5
No petroleras	2081		3143		3528		2849		2981		3650	
<b>Importaciones Totales de Bienes (MM\$)</b>												
Consumo final	739		479		651		884		2316			
Demanda intermedia	7597	66.1	4637	66.0	4335	65.6	6459	64.3	6769	55.4		
Inversión	3162		1914		1622		2699		3142			
Balanza de Pagos (MM\$)	(4640)		(1055)		3226		3183		(1139)		(901)	
Cuenta corriente	(5809)		261		7960		1736		(3365)		(1815)	
Cuenta de capital	(2215)		(5266)		(2883)		2962		2822		1329	
<b>GOBIERNO CENTRAL</b>												
Ingresos Totales (MMMBs)	158.8		308.6		518.1		817.6		736.7		897.6	
Ingresos corrientes	158.8	100.0	308.6	100.0	518.1	100.0	694.6	100.0	736.7	100.0	888.2	100.0
PDVSA (2)	91.4	57.6	225.5	73.1	425.8	82.2	556.3	80.1	484.7	61.8	549.0	62.2
Ingresos de capital	0.0		0.0		0.0		123.1		0.0		9.4	
Gastos Totales (MMMBs)	212.8		326.6		565.5		734.2		887.2		1085.0	
Superavit/PIB		(6.2)		(1.2)		(2.1)		2.7		(3.6)		(3.5)
Superavit Spr/PIB (3)		(8.6)		(1.4)		0.2		0.7		(5.8)		(3.6)
<b>SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO</b>												
Multiplificador monetario	4.53		4.71		4.15		3.37		3.46		3.75	
Variación base monetaria		21.2		33.4		82.3		83.9		15.7		15.8
Variación liquidez monetaria		15.0		38.6		60.9		49.5		18.4		25.8
Variación del IPC (4)		35.5		81.0		36.5		31.0		31.9		45.9
Tipo de cambio promedio (Bs/\$)	15.4		38.9		47.2		56.9		68.4		91.5	
Variación del tipo de cambio		8.7		152.6		21.3		20.6		20.2		33.8
Reservas Internac. (MM\$)	6555		7411		11759		14105		13001		12482	
Rendimiento cero cupón (5)				43.8		31.8		35.2		37.8		48.7
Tasa de interés activa (6)		12.7		34.1		34.9		37.7		41.4		63.2
Tasa de interés pasiva (6)		9.0		30.4		27.4		31.2		35.6		53.9
Índice de intermediación (6)	0.96		0.77		0.57		0.55		0.62		0.60	
<b>SECTOR REAL</b>												
Crecimiento PIB real		5.8		(8.3)		6.5		9.7		6.8		(1.0)
Crecimiento gasto fiscal real		(7.6)		(15.2)		26.9		(0.9)		(8.4)		(16.2)

1) Incluye petróleo y refinados. 2) Incluye impuesto sobre la renta y regalías. 3) Spr: Sector público restringido. 4) Índice de precios al consumidor del AMC. Variaciones porcentuales entre promedios anuales. 5) Rendimiento promedio anual. 1989: sólo meses noviembre y diciembre. 6) Promedio banca comercial. Índice intermediación: colocaciones/captaciones. 7) Cifras provisionales. — Fuente: BCV, OCEI, PDVSA.

El retorno a los mecanismos tradicionales de crecimiento económico era evidente, sin embargo se producía en un contexto macroeconómico diferente del pasado. Sus implicaciones en el área monetaria y de precios, bajo un régimen de flexibilidad cambiaria y de desregulación, no fueron percibidas o fueron minimizadas por los gestores del programa.

La expansión fiscal nominal (73% en 1990 y 30% en 1991) logró un crecimiento real importante a expensas de elevadas tasas de inflación (cuadro 1). El aumento de la participación de los ingresos fiscales petroleros<sup>7</sup> implicó que esta expansión fiscal se tradujera en incrementos excesivos de la base monetaria (cuadro 1 y cuadro 2). Para contrarrestar la expansión de dinero de origen fiscal, el Banco Central de Venezuela (BCV) recurrió básicamente a operaciones de mercado abierto a través de la emisión de bonos cero cupón y luego también a la variación del encaje legal. La política restrictiva del BCV, si bien logró reducir parte de las presiones inflacionarias y sobre el tipo de cambio, aumentó las tasas de interés nominal, desfavoreciendo la inversión real y la intermediación financiera<sup>8</sup>. La reducción del multiplicador monetario en 1990 y 1991 (cuadro 1), así como el aumento del encaje excedente, evidenció que la creación de dinero primario inducida por el gasto fiscal excedía los requerimientos de liquidez del público en general.

Cuadro N° 2					
Incidencia neta sobre la base monetaria (MMM Bs)					
	Años				
	1988	1989	1990	1991	1992
BCV	26.2	13.0	(60.8)	61.3	30.8
Gasto fiscal	88.8	137.6	282.1	406.5	438.8
PDVSA	27.9	66.1	133.8	158.3	350.1
Movimiento cambiario	(129.9)	(191.0)	(287.3)	(494.5)	(814.3)
Fuente: Informes Económicos. BCV.					

<sup>7</sup> Derivados tanto del repunte del mercado petrolero internacional como de la depreciación cambiaria (impuesto cambiario). A pesar de la sensible mejora de la cuenta corriente en 1990 y de la cuenta de capital en 1991, el tipo de cambio siguió depreciándose nominalmente dentro del esquema de flotación sucia, permitiendo acumular reservas internacionales por 6.7 mil millones de dólares (cuadro 1).

<sup>8</sup> Las decisiones de inversión dependen de la tasa de interés real esperada y ésta se determina con base en las expectativas de inflación. En contextos de elevadas y erráticas tasas de inflación y de interés nominal, aumenta la incertidumbre y se desestimula la inversión real.

La relativa recuperación de las exportaciones petroleras restó vigencia a la reforma tributaria<sup>9</sup>. La ilusión de una cierta permanencia de esta situación también opacó la propuesta acertada de creación del Fondo de Estabilización Macroeconómica.

A partir del deterioro del mercado petrolero internacional en 1992, se replanteó la problemática recurrente del déficit fiscal. La anticipación de éste, aunada a la incertidumbre generada por la crisis política, condujo a expectativas de aceleración de la inflación y de devaluación.

Además de la reducción de la contribución fiscal a la creación de la base monetaria en 1992 (cuadro 2) y de la fuerte destrucción en el mercado cambiario derivado de la expansión de las importaciones, el BCV intensificó su política monetaria restrictiva. La drástica reducción de las tasas de expansión monetaria (cuadro 1) y el alza de la tasa de interés<sup>10</sup> permitieron atenuar las presiones inflacionarias y en particular sobre el tipo de cambio.

Hasta setiembre de 1992, la evolución del tipo de cambio no reflejó el shock adverso en los términos de intercambio ni el diferencial entre las tasas de inflación interna y externa. La fuerte devaluación del mes de octubre motivó al Banco Central a modificar la regla cambiaria y establecer un régimen de minidevaluaciones diarias. Se temía que en el nuevo contexto del sector externo se acentuara la volatilidad de corto plazo que había mostrado el tipo de cambio bajo el régimen de flotación sucia. En realidad, la volatilidad del tipo de cambio resultaba de la mezcla de políticas adoptadas y no de la sola regla cambiaria.

El crecimiento del PIB no petrolero observado en 1992, derivado de los efectos retardados del multiplicador del gasto público<sup>11</sup>, ya no era sostenible en 1993. La expansión fiscal previa no sólo dejó un legado de desequilibrios sino que impulsó un dinamismo de corto aliento.

Ante el deterioro de las cuentas fiscales, la aceleración de la inflación y el avance de la crisis política, el BCV extremó la restricción monetaria en 1993. El aumento del *spread* entre las tasas activas y la tasa marcadora<sup>12</sup>, junto con la presencia de un elevado componente de riesgo en las tasas pasivas, indujo un alza excesiva en el costo real del

---

<sup>9</sup> Sólo en 1991 se aprobó la Reforma a la Ley de Impuesto sobre la Renta con modificaciones importantes al proyecto original. La propuesta del Gobierno incluía además la creación del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto a los Activos Empresariales en un esquema de complementariedad entre los tres regímenes tributarios, a través del cual se pretendía favorecer la inversión y la generación de empleo, así como un mayor control de la recaudación interna.

<sup>10</sup> A la cual también contribuyó la expansión del endeudamiento interno para el financiamiento del déficit fiscal.

<sup>11</sup> En un contexto de restricción monetaria e inflación, el crecimiento real en 1992 significó un aumento considerable de la velocidad de circulación del dinero.

<sup>12</sup> Hasta 20% por encima del rendimiento de los bonos cero cupón.

dinero (cuadro 1). La desintermediación financiera se acentuó, aumentó el riesgo de mora de los préstamos y los bancos incrementaron las inversiones en su cartera de activos.

La combinación entre desequilibrio fiscal y restricción monetaria extrema, así como las elevadas tasas de interés real resultantes, propiciaron el desencadenamiento de las crisis gemelas en el sector real y en el sector financiero<sup>13</sup>.

La regla de *crawling peg* desmanteló la relación de corto plazo entre el tipo de cambio y la tasa de interés a través de los flujos de capital. Aunada a la reducción del PIB, la aceleración de la depreciación cambiaria en 1993 permitió mejorar la balanza comercial pero ejerció presiones inflacionarias internamente, tanto por el lado de la oferta como de la demanda. En particular, aumentó el financiamiento inorgánico del gasto fiscal (impuesto cambiario), por lo que el desequilibrio fue mayor al evidenciado en el déficit fiscal (cuadro 1).

### *Interpretación de los determinantes de la inflación*

El nuevo contexto macroeconómico de desregulación que definió el Programa de Ajuste requería en particular una reforma tributaria de envergadura para avanzar en la estabilización y el ajuste estructural. En ausencia de esta reforma, la política fiscal implicó siempre un "exceso de gasto", la mezcla de políticas quedó predeterminada y las fluctuaciones del mercado petrolero no generaron efectos simétricos sobre los precios internos, persistiendo elevadas tasas de inflación durante todo el período de gobierno.

Cuando se elevaron los precios internacionales del petróleo, no se materializó una estabilización del tipo de cambio ni sus efectos anti-inflacionarios. La expansión del **déficit interno**<sup>14</sup> dinamizó la demanda agregada, el producto y los precios. El tipo de cambio siguió depreciándose bajo el régimen de flotación sucia, el cual implícitamente seguía alguna versión de paridad de poder de compra en el largo plazo. La retroalimentación devaluación-inflación amplificó en consecuencia los efectos inflacionarios de la expansión fiscal, a pesar de los esfuerzos restrictivos de la política monetaria.

Al descender el precio del petróleo se favoreció la depreciación cambiaria. La rigidez a la baja del gasto nominal impidió efectuar los ajustes necesarios de las cuentas fiscales a los nuevos ingresos. En este caso el déficit fiscal tampoco es un indicador adecuado para caracterizar el desequilibrio fiscal resultante. En particular, considera el financiamiento monetario inorgánico del gasto fiscal proveniente de la devaluación como un

---

<sup>13</sup> En Argentina y Chile se presentaron situaciones similares a finales de los setenta y principios de los ochenta. El análisis de Díaz-Alejandro (1985) sobre la transición de la represión financiera a la crisis financiera es pertinente para el caso venezolano.

<sup>14</sup> Diferencia entre los gastos fiscales sobre la economía interna y los ingresos fiscales no petroleros.

ingreso ordinario. El incremento del **impuesto cambiario** tuvo además del impacto monetario un efecto contractivo sobre el ingreso interno<sup>15</sup>, el cual fue reforzado por la intensificación de la restricción monetaria. Por su parte, el proceso acumulativo devaluación-inflación se vio apoyado por la nueva regla cambiaria, basada explícitamente en una versión de paridad de poder de compra.

En consecuencia, el shock petrolero adverso terminó generando un efecto estancionario sobre la economía interna, mientras que el shock favorable previo había expandido tanto el nivel de actividad como de precios.

Como se desprende de este análisis, en cada subperíodo la persistencia de elevadas tasas de inflación obedeció a distintas combinaciones de los diversos factores explicativos de la inflación. Sin embargo, la carencia de una sólida tributación interna como mecanismo estabilizador fue factor común de todo el período de gobierno.

En todo caso, puede cuestionarse la validez general del enfoque monetario (de economía cerrada) para explicar la inflación (cuadro 3). Asimismo, es inadecuada para el caso venezolano la versión que reduce la interpretación al déficit fiscal o al financiamiento monetario de éste.

<b>Cuadro 3</b>					
<b>Asociación de la inflación con variables monetarias, fiscales y cambiarias (porcentajes)</b>					
	Años				
	1989	1990	1991	1992	1993
Variación IPC	81.0	36.5	31.0	31.9	45.9
Variación base monetaria	33.4	82.3	83.9	15.7	15.8
Superávit o déficit fiscal/PIB	(1.2)	(2.1)	2.7	(3.6)	(3.5)
Variación tipo de cambio	152.6	21.3	20.6	20.2	33.8
Impuesto Cambiario (IC) <sup>(1)</sup>	136.2	63.1	94.8	81.5	138.7
Participación IC en ingresos fiscales "petroleros".	60.4	14.8	17.0	16.8	25.2
(1) Componente de los ingresos fiscales petroleros derivados de la depreciación cambiaria.					
Fuente: Cuadro 1 y estimaciones propias.					

<sup>15</sup> Existe una amplia bibliografía sobre los efectos contractivos y redistributivos de la devaluación: Díaz-Alejandro (1963), Krugman y Taylor (1978), Velásquez (1989). El efecto ingreso es particularmente relevante en Venezuela debido a que el sector público es el sector exportador fundamental. Los efectos sustitución tienden a ser más lentos y de menor impacto en la economía interna, particularmente debido al nivel relativamente bajo de las exportaciones no petroleras.

En los años 1991 y 1992 las tasas de inflación fueron similares, mientras que en el primer año hubo una amplia expansión monetaria y superávit fiscal y en el segundo año, una fuerte restricción monetaria y déficit fiscal. En cambio, la inflación se aceleró en 1993 con respecto a 1992, a pesar de que la expansión monetaria y la participación del déficit fiscal en el PIB fueron iguales en los dos años<sup>16</sup>.

No obstante, se puede apreciar en el cuadro 3 una fuerte relación entre la inflación y la depreciación cambiaria. Los años 90, 91 y 92 de menor inflación correspondieron también a una depreciación inferior del tipo de cambio. En 1993, si bien el deterioro de las cuentas fiscales y la incertidumbre alrededor del proceso electoral activaron la inflación a través de expectativas, bajo el régimen de *crawling peg* también se aceleró la devaluación. Consecuentemente, aumentaron las presiones de costos y se elevó el financiamiento inorgánico del gasto fiscal, alcanzando el 74% del déficit fiscal "aparente" y la cuarta parte de los ingresos fiscales "petroleros" (cuadros 1 y 3)<sup>17</sup>.

Efectivamente, la relación entre la devaluación y la inflación es bidireccional. La determinación de la causalidad debe ser establecida empíricamente y depende en particular de la regla cambiaria y de la periodicidad de las observaciones<sup>18</sup>. En todo caso, en presencia de mecanismos de retroalimentación entre el tipo de cambio y los precios, ciertamente con ajustes desfasados en el corto plazo<sup>19</sup>, se evidencia la necesidad de asegurar la consistencia de la política cambiaria con los objetivos de estabilización.

Una regla cambiaria basada en un objetivo de paridad de poder de compra, no sólo es inconveniente en un proceso de estabilización sino que es ineficaz para favorecer el cambio estructural y el crecimiento en el largo plazo. En primer lugar, se requiere en ese sentido una variable objetivo como el tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo<sup>20</sup>, que depende de variables reales y de política como términos de intercambio, flujos de capital, gasto fiscal y aranceles (Edwards, 1988 y 1992, Zambrano, 1991 y 1994). El tipo

<sup>16</sup> Al tomar la liquidez monetaria y el déficit del sector público restringido como las variables relevantes (cuadro 1) pueden derivarse conclusiones similares.

<sup>17</sup> El impuesto cambiario aquí estimado está referido a las cuentas fiscales y no incluye la totalidad de las transferencias del sector privado al sector público (impuesto por la compra de divisas) a consecuencia de la devaluación. En la medida que la devaluación implica creación inorgánica de dinero y afecta la inflación, existe una relación estrecha entre el impuesto cambiario en sentido amplio y el impuesto inflacionario que se deriva de la pérdida de poder adquisitivo que sufren los tenedores de dinero a consecuencia de la inflación.

<sup>18</sup> Un estudio empírico sobre el período de flexibilidad cambiaria, a partir de un modelo mensual de vectores auto-regresivos (Niculescu y Puente, 1994), muestra en el test de causalidad de Granger una mayor significación de la incidencia del bloque de rezagos de la depreciación cambiaria sobre la inflación. El análisis de descomposición de varianzas concluye sobre la mayor relevancia del impacto de shocks en el tipo de cambio sobre la inflación en el largo plazo (a partir del séptimo mes).

<sup>19</sup> Factores institucionales pueden ejercer efectos inerciales en el corto plazo.

<sup>20</sup> Relación de precios entre transables y no transables que asegura simultáneamente los equilibrios interno y externo.

de cambio real de equilibrio difiere sustancialmente del tipo de cambio real de paridad de poder de compra, basado en una relación previa entre precios internos y externos. Una política cambiaria basada en el diferencial entre inflación interna y externa (paridad relativa de poder de compra) puede, en consecuencia, enviar señales incorrectas susceptibles de afectar la asignación de recursos y el crecimiento.

En segundo lugar, desde la instrumentación del Programa de Ajuste en 1989, los agentes han tendido a incorporar directamente la depreciación cambiaria en la formación de expectativas inflacionarias y ajustar más rápidamente los precios, atenuando los efectos reales de la devaluación nominal. Esta ha perdido, en consecuencia, capacidad para corregir los precios relativos aun en el corto plazo. La estrecha relación entre devaluación, impuesto cambiario e impuesto inflacionario y las presiones por el lado de los costos, tienden a exacerbar la inflación y ésta termina ubicándose por encima de la depreciación cambiaria. Esta ineficacia de la devaluación para corregir precios relativos plantea en nuevos términos el "dilema" de la política cambiaria entre **balanza de pagos e inflación** en el caso de la economía venezolana de los noventa<sup>21</sup>.

Para aumentar la competitividad de sectores no petroleros se debe reducir el activismo cambiario permanente y recurrir a políticas de oferta que induzcan el aumento de la productividad (Ortega, 1994). Las políticas industrial y comercial, y sobre todo la inversión en capital humano, investigación, desarrollo tecnológico e infraestructura son los instrumentos más idóneos para asegurar un crecimiento sostenido en el largo plazo<sup>22</sup>.

La devaluación genera además importantes costos redistributivos que requieren ser tomados en cuenta al evaluar la política cambiaria. Las transferencias de ingreso no sólo se producen entre el sector importador y el sector exportador, el sector privado y el sector público, sino también entre los asalariados y los perceptores de ingresos o tenedores de activos indexados al dólar, favoreciéndose la regresividad de la distribución del ingreso y de la riqueza.

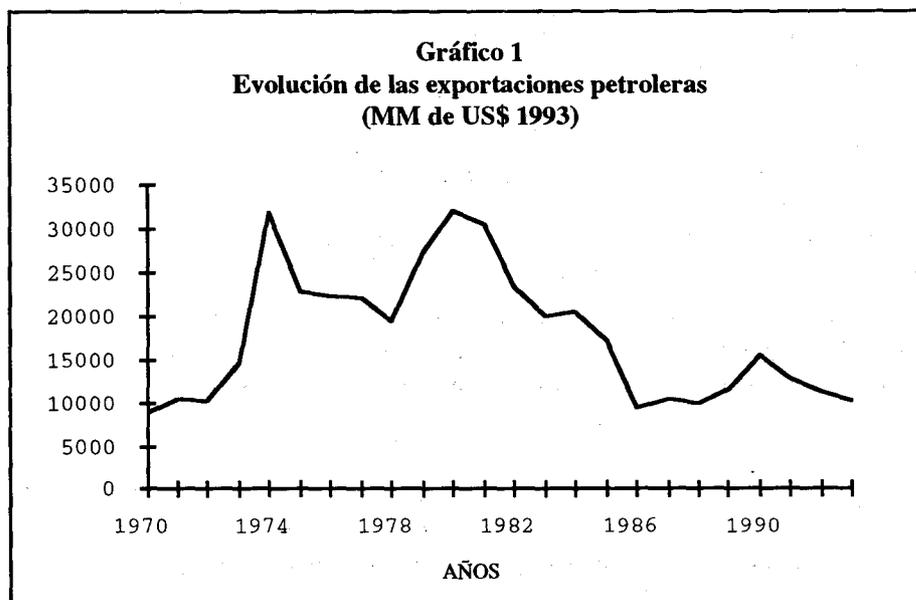
Si bien la evolución desfavorable de las exportaciones petroleras a partir de los años ochenta (gráfico 1) ha sido un factor determinante en la depreciación del bolívar, desde entonces los intentos de incentivar en forma indiscriminada los sectores transables y las exportaciones no tradicionales sobre la base de un tipo de cambio subvaluado, han contribuido a la depreciación y, en consecuencia, también al deterioro de los ingresos reales y de la calidad de vida de la mayoría de los venezolanos<sup>23</sup>.

---

21 Este dilema ha sido analizado en particular por Fischer (1986).

22 Desde la publicación de los trabajos de Romer (1986) y Lucas (1988) se ha acentuado el estudio de estos determinantes del crecimiento, particularmente a través de los denominados modelos de crecimiento endógeno.

23 Gómez (1993) atribuye a la política cambiaria de "subvaluación artificial del bolívar", "la causa fundamental del empobrecimiento" resultante de la instrumentación del Programa de Ajuste. Espinasa (1994) examina el período 1985-1993 y destaca el efecto distributivo regresivo de la depreciación real del tipo de cambio a partir de su impacto sobre el precio



Evidentemente, cualquier política que apunte hacia una mayor estabilidad del tipo de cambio nominal es inoperante ante la persistencia del desequilibrio fiscal, causa primaria de la inflación. El consecuente deterioro del sector externo exigiría sucesivas devaluaciones<sup>24</sup>.

La reforma tributaria debe en consecuencia ser tratada como primera prioridad, pero su efectiva instrumentación requiere ser apoyada por una política cambiaria que reduzca gradualmente las posibilidades de financiamiento inorgánico del gasto fiscal. En caso contrario se mediatizarían los cambios drásticos requeridos en la tributación interna.

Efectivamente, la propuesta de reforma tributaria debe plantear objetivos que trasciendan la resolución de la problemática coyuntural del déficit fiscal. En particular, la necesidad de sustituir los ingresos fiscales petroleros es de carácter permanente e implica elevar sensible y definitivamente la hoy reducida carga tributaria interna<sup>25</sup>. Aun en el caso de un escenario petrolero relativamente favorable, similar al de los años 1990 y 1991, la ausencia de una sólida y diversificada recaudación interna incitaría de nuevo

---

relativo de los alimentos. Sin embargo, su análisis empírico permite concluir sobre una reversión de este efecto regresivo desde finales de 1989, "cuando se detiene la depreciación del tipo de cambio real".

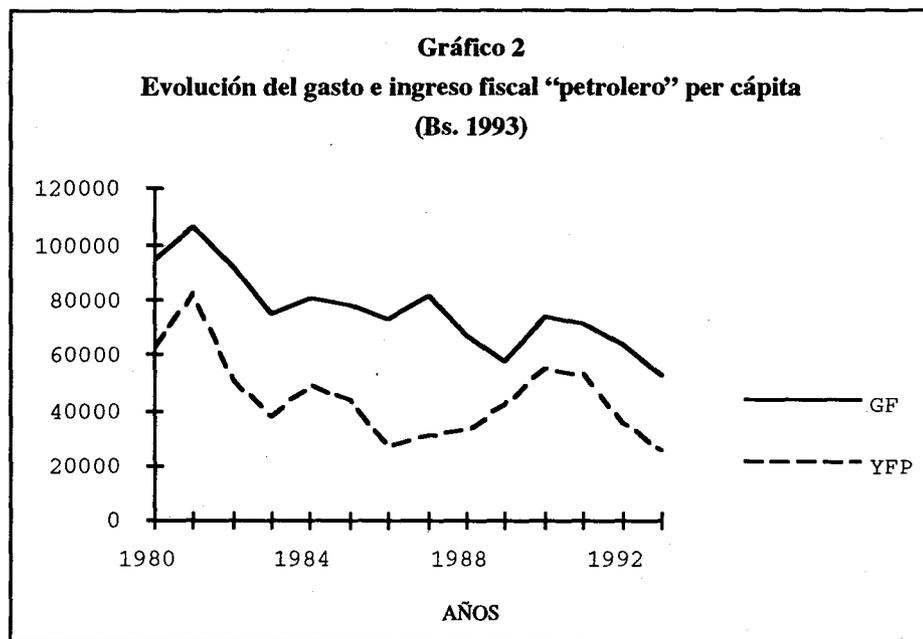
<sup>24</sup> Palma (1993) apoya en este argumento su crítica a la utilización de la política cambiaria con fines anti-inflacionarios. Ese cuestionamiento es también sostenido por Chang (1994), quien enfatiza en el rol de determinantes inerciales de la inflación distintos al tipo de cambio.

<sup>25</sup> El gráfico 2 muestra el deterioro en términos per cápita del ingreso fiscal "petrolero", el cual incluye desde 1983 un componente de impuesto cambiario.

a agotar los ingresos petroleros extraordinarios, con todas las secuelas que esto implica en el área monetaria y de precios.

Por último, es necesario aclarar que el énfasis otorgado al ajuste fiscal por el lado de los ingresos internos se basa en el reconocimiento de que, si bien el sector público debe ser redimensionado, el gasto fiscal real requiere ser ampliado. El retraso que éste ha adquirido en términos per cápita desde los años ochenta (gráfico 2), ha sido determinante en el deterioro de la educación y los servicios asistenciales públicos y en general en la calidad de vida de los sectores de menores ingresos.

Obviamente, no sólo es necesaria una ampliación sino una racionalización y mayor eficiencia del gasto fiscal, para poder atender tanto las demandas sociales como los requerimientos de inversión en educación, investigación e infraestructura para asegurar un crecimiento sostenido.



### ***Términos generales de un programa de estabilización pertinente***

La experiencia del último quinquenio demuestra la imposibilidad de un "alto crecimiento con baja inflación" sin haber previamente restablecido y consolidado los equilibrios macroeconómicos. En ausencia de una reforma fiscal y tributaria de envergadura, el crecimiento impulsado por la expansión del gasto público no sólo fue de corto

aliento sino que indujo fuertes desequilibrios en el área monetaria y de precios, entrando luego los ajustes requeridos ante el nuevo shock petrolero adverso.

Si bien la instrumentación del Programa de Ajuste falló fundamentalmente en el área fiscal, la falta de coordinación entre las políticas macroeconómicas con fines de estabilización conllevó a la persistencia de altas tasas de inflación durante todo el período.

La factibilidad de tomar la senda de un crecimiento estable y sostenido y de lograr un mayor bienestar social está condicionada a la instrumentación de un programa de estabilización exitoso.

El diseño de ese programa requiere tener como premisa la consistencia de la mezcla de políticas macroeconómicas con el objetivo de reducción drástica de la inflación. Esta consistencia debe otorgar al programa la credibilidad necesaria para quebrar las expectativas inflacionarias y de devaluación. El orden y secuencia de la instrumentación de políticas es asimismo indispensable para asegurar el éxito y minimizar los costos.

Dado que la indisciplina fiscal es la principal fuente de los desequilibrios, la reforma fiscal y tributaria debe iniciar el proceso de estabilización. Como fue señalado, ésta debe trascender la corrección contable del déficit fiscal a corto plazo y proponer un ajuste estructural de las finanzas públicas, sobre el cual plantear un programa de ingresos y gastos fiscales a largo plazo. Esta estrategia permite enviar señales claras sobre la voluntad política de sanear permanentemente las cuentas fiscales.

En ese sentido, es particularmente relevante en Venezuela establecer un ancla nominal en el tipo de cambio que apoye el ajuste fiscal estructural en la misma dirección del quiebre de expectativas inflacionarias<sup>26</sup>. Una política cambiaria activa que persiga una desaceleración de la devaluación<sup>27</sup>, permitiría reducir el efecto perverso de ésta sobre la disciplina fiscal a través del impuesto cambiario.

Esta política cambiaria, no sólo enviaría señales anti-inflacionarias de demanda sino por el lado de la oferta, ya que permitiría anticipar la reducción de las presiones de costos de insumos importados. La factibilidad de abatir así más rápidamente la inflación cuestiona la tesis de la irrelevancia de la regla cambiaria una vez emprendido el ajuste fiscal<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> En el caso de la economía venezolana, las implicaciones monetarias de las políticas fiscal y cambiaria hacen inoperante el recurso a un ancla nominal basada en un agregado monetario. Un análisis sobre la conveniencia de las anclas nominales se encuentra en Bruno (1990).

<sup>27</sup> Como por ejemplo, una regla de *crawling peg* basada en una inflación meta y no indexada a la inflación previa como el caso de la regla de paridad de poder de compra.

<sup>28</sup> Los programas de estabilización adelantados recientemente en México y Argentina, el primero heterodoxo y el segundo ortodoxo, han establecido el tipo de cambio como ancla nominal y obtenido una rápida reducción y estabilización posterior de la inflación (Ros, 1993 y Fanelli et al., 1993).

A medida que se supera el desequilibrio fiscal, la regla cambiaria puede evolucionar hacia una mayor flexibilidad, como por ejemplo un régimen de flotación entre bandas (Ortega, 1994).

La política monetaria, por su parte, debe perder protagonismo dentro del esquema propuesto a medida que avance el ajuste fiscal. El descenso gradual de las tasas de interés permitiría ir reactivando la inversión y el nivel de actividad.

Por último, aun cuando el proceso inflacionario en Venezuela todavía dista de las experiencias de inflación crónica e inercial de otros países suramericanos, el recurso a una política de ingresos puede ser altamente conveniente debido a las exigencias del contexto socio-político actual y al desafortunado desenlace de la instrumentación del Programa de Ajuste de la administración anterior<sup>29</sup>.

La concertación de precios puede contribuir a la sustentación social y a reforzar la credibilidad del programa y, en consecuencia, a reducir los costos en términos de producto y empleo, siempre y cuando no se plantee como alternativa al ajuste fiscal estructural, "pilar" fundamental del proceso de estabilización<sup>30</sup>.

Adicionalmente, la política de ingresos debe estar acotada temporalmente, ya que su permanencia puede generar severas distorsiones en los precios relativos y escasez de ciertos bienes, debido a la dificultad de obtener y procesar la información requerida para armonizar la desaceleración de los distintos precios.

Un programa de estabilización que siga los lineamientos señalados puede implicar una sobrevaluación temporal del tipo de cambio que afecte la balanza de pagos en el corto plazo, pero los beneficios en materia inflacionaria a mediano plazo lo justifica. La mejora en las expectativas permitiría reducir más rápidamente la inflación y, por lo tanto, restablecer el equilibrio cambiario.

Para la instrumentación de la mezcla de políticas propuesta se requiere un nivel de reservas internacionales adecuado y la ausencia de expectativas acentuadas de devaluación. En caso contrario, es necesario un ajuste cambiario previo y la suspensión temporal del anclaje del tipo de cambio mientras se avanza en el ajuste fiscal y se recuperan las reservas internacionales. No obstante, la aplicación posterior de una regla cambiaria consistente con la reducción de la inflación es indispensable para avanzar y consolidar el proceso de estabilización.

---

<sup>29</sup> Navarro y Rigobón (1993) plantean que la severa limitación de ese programa fue la subestimación de "la fuerza de las coaliciones redistributivas" y sobre todo de "los aspectos estrictamente políticos y simbólicos de la práctica de gobierno".

<sup>30</sup> Dornbusch y Simonsen (1987) destacan esta condición necesaria en los programas heterodoxos. Consultar también Solimano (1989) y Kiguel y Liviathan (1992).

**Bibliografía**

- BATTEN, S. S. y OTT, M. (1985) "Five common myths about floating exchange rates". En Th. Havrilesky: *Modern Concepts in Macroeconomics*. Harlan Davidson, Illinois.
- BILSON, J. (1979): "The Vicious Circle Hypothesis". *IMF Staff Papers*, Vol. 26, N° 1.
- BOND, M. (1980): "Exchange Rates, Inflation and Vicious Circles". *IMF Staff Papers*, Vol. 27, N° 4.
- BRUNO, M., FISCHER, S. et al. (1991): *Lessons of Economic Stabilization and its Aftermath*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- BRUNO, M. (1990): "High Inflation and Nominal Anchors of an Open Economy". *National Bureau of Economic Research Working Paper*, N° 3518.
- CHANG, S. (1994): "Tipo de cambio e inercia inflacionaria". *I Encuentro Nacional de Política Económica*. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1985): "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash". *Journal of Development Economics*, N° 19.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1963): "A note on the impact of devaluation and the redistributive effect". *Journal of Political Economy*.
- DORNBUSCH, R. (1988): *Exchange Rate and Inflation*. The MIT Press, Massachusetts.
- DORNBUSCH, R. y SIMONSEN, M.H. (1987): "Estabilización de la inflación con el apoyo de una política de ingresos". *El Trimestre Económico*, Vol. LIV(2), N° 214.
- EDWARDS, S. (1992): *Venezuela. Oil and Exchange Rates. Historical Experience and Policy Options*. World Bank. Mimeo.
- EDWARDS, S. (1988): "Real and Monetary Determinants of Real Exchange Rate Behaviour". *Journal of Development Economics*, Vol. 29, N° 3.
- ESPINASA, R. (1994): "Ajuste fiscal, efectos distributivos y perspectivas de mediano plazo". *I Encuentro Nacional de Política Económica*. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas.
- FANELLI, J.M., FRENKEL, R. y ROZENWURCEL, G. (1993): "Transformación estructural, estabilización y reforma del Estado en la Argentina". En E. J. Amadeo: *Estabilización y reforma estructural en América Latina*. TM Editores, Fededesarrollo, Bogotá.
- FISCHER, S. (1986): "Devaluation and Inflation". En R. Dornbusch y L. Helmes: *The open economy. Tools for policymakers in developing countries*. World Bank, Washington.
- GOMEZ, E. (1993): *Salidas para una economía petrolera*. Editorial Futuro, Caracas.
- KIGUEL, M. y LIVIATHAN, N. (1992): "When Do Heterodox Stabilization Program Work? (Lessons from experience)". *The World Bank Research Observer*, Vol. 7, N° 1.

- KIGUEL, M. y LIVIATHAN, N. (1988): "Inflationary Rigidities and Orthodox Stabilization Policies (Lessons from Latin America)". *The World Bank Economic Review*. Vol. 2, Nº 3.
- KRUGMAN, P. y TAYLOR, L. (1978): "Contractionary Effects of Devaluation". *Journal of International Economics*, Nº 8.
- LIZONDO, S. (1993): "The Dynamics of Inflation, 1988-1991". *IMF Occasional Papers*.
- LUCAS, R. (1988): "The Mechanics of Economic Growth". *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, Nº 1.
- MACDONALD, R. y TAYLOR, M. (1992): "Exchange Rate Economics. A Survey". *IMF Staff Papers*, Vol. 39, Nº 1.
- NAVARRO, J.C. y RIGOBON, R. (1993): "La economía política del ajuste estructural y de la reforma del sector público en Venezuela". En E.J. Amadeo: *Estabilización y reforma estructural en América Latina*. TM Editores, Fededesarrollo, Bogotá.
- NICULESCU, I. y PUENTE, A. (1994): *Determinantes de la dinámica inflacionaria de corto plazo*. Instituto de Urbanismo, FAU-UCV, PT-108.
- NICULESCU, I. y PUENTE, A. (1993): *Monetización del gasto fiscal e inflación en una economía petrolera con cambio flexible*. Instituto de Urbanismo, FAU-UCV, PT-105.
- NICULESCU, I. y PUENTE, A. (1992): "Flexibilidad cambiaria e inflación. Una interpretación de la hipótesis del círculo vicioso referida a la economía venezolana". *Revista del Banco Central de Venezuela* (en imprenta).
- NICULESCU, I. (1992): *Macroeconomía de los Programas de Ajuste*. Academia Nacional de Ciencias Económicas, Caracas.
- ÖNIS, Z. y ÖZMUCUR, S. (1990): "Exchange Rates, Inflation and Money Supply in Turkey. Testing the Vicious Circle Hypothesis". *Journal of Development Economics*, Vol. 32, Nº 1.
- ORTEGA, G. (1994): "Política cambiaria y estabilización". *I Encuentro Nacional de Política Económica*. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas.
- PALMA, P. (1994): "La sobrevaluación del bolívar: una alternativa improcedente". En E. Gómez: *Salidas para una economía petrolera*. Editorial Futuro, Caracas.
- RAMOS, J. (1987): "Políticas de estabilización". En R. Cortázar (Edit.): *Políticas macroeconómicas*. CIEPLAN, Santiago de Chile.
- ROMER, P.A. (1986): "Increasing Returns and Long-Run Growth". *Journal of Political Economy*, Vol. 94, Nº 5.

- ROS, J. (1993): "Ajuste macroeconómico, reformas estructurales y crecimiento en México". En E.J. Amadeo: *Estabilización y reforma estructural en América Latina*. TM Editores, Fededesarrollo, Bogotá.
- SOLIMANO, A. (1989): "La inflación y los costos de estabilizar: aspectos conceptuales, casos históricos y experiencias recientes". *El Trimestre Económico*, Vol. LVI (4), N° 224.
- VELASQUEZ, E. (1989): "Devaluación, ahorro público y actividad económica". En H.P. Nissen y B. Mommer: *¿Adios a la balanza? Crisis de la distribución del ingreso en Venezuela*. Editorial Nueva Sociedad, Caracas.
- ZAMBRANO, L. (1994): "Tipo de cambio real e inercia inflacionaria en Venezuela". *I Encuentro Nacional de Política Económica*. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas.
- ZAMBRANO, L. (1991): "Determinantes del tipo de cambio real en Venezuela". *Temas de Coyuntura*, N° 25, IIES-UCAB.