

## **PARTE I. LA POLITICA CAMBIARIA EN VENEZUELA: 1983-1988**

### **CAPITULO I. CARACTERIZACION DE LA POLITICA CAMBIARIA**

El persistente deterioro que ha sufrido Venezuela a partir de 1982 en sus ingresos de divisas por concepto de exportaciones petroleras, y que se ha sostenido hasta hoy en día, sin claras expectativas de modificarse en el corto y mediano plazo, exigen redefinir el rol que ha jugado la política cambiaria en este último sexenio, a la luz de los resultados obtenidos en las variables macroeconómicas fundamentales; máxime en un contexto de limitados recursos financieros externos y alto peso del servicio de la deuda sobre los ingresos de exportación.

Puede afirmarse que, durante el período 1983-1988, en ningún momento el conjunto de políticas cambiarias implantadas a lo largo de estos seis años, planteó como objetivo fundamental la conformación de un paquete de incentivos suficientemente estables, con el fin de generar un mayor ingreso neto de divisas. Por el contrario, la política cambiaria más que estar orientada a generar incentivos que permitiesen el desarrollo de las exportaciones no petroleras y un proceso de sustitución de importaciones sostenido, tuvo como objetivo fundamental explícito, la contracción de los egresos de divisas por concepto de importaciones y la fuga de capitales, este último objetivo de especial importancia como parte del ajuste cambiario de 1983.

Esta política puede ser únicamente viable en el corto plazo, ya que impone restricciones sobre el crecimiento del producto por el lado de las importaciones, las cuales no pueden ser sostenibles en el mediano y largo plazo, a menos que sea aceptado el costo de un deterioro marcado en el standard de vida.

En este sentido, la política cambiaria ha sido concebida como un conjunto de medidas inconexas que responden a una situación entendida como coyuntural y no como una política orientada a modificar la estructura productiva a mediano y

largo plazo. Por lo tanto, los éxitos obtenidos en materia de desarrollo de exportaciones no tradicionales y sustitución de importaciones son efectos colaterales de la política cambiaria que obedecen más a la depreciación del bolívar en el mercado paralelo y a la restricción cuantitativa y prohibición de importaciones en ciertos rubros, que a una política de asignación de recursos selectiva y coherente con el resto de las políticas macroeconómicas.

El control de los gastos de importación ha sido complementado a través de la implantación de un presupuesto de divisas y la prohibición de importación de ciertos rubros específicos considerados no esenciales. Este factor ha constituido un elemento fundamental de la política cambiaria orientada a la contracción de las importaciones, debido: a) al margen de sobrevaluación del tipo de cambio al que han estado sometidas las importaciones esenciales y b) la acumulación deseada de inventarios de insumos y productos importados como respuesta ante la generación de expectativas devaluacionistas.

Al igual que la política de manejo de los tipos de cambio, la administración del presupuesto de divisas a través de la Oficina de Régimen de Cambio Diferencial (RECADI) ha estado fuertemente sesgada al mantenimiento del aparato productivo nacional y, por lo tanto, al sostenimiento de la estructura productiva existente, en vez de contribuir a la reasignación de los recursos productivos hacia el sector transable exportador y sustituidor de importaciones.

A su vez, los retardos y las ineficiencias en el manejo en la asignación del presupuesto de divisas han generado presiones sobre la cotización del dólar en el mercado libre, a través de la canalización hacia este mercado de aquellas importaciones en donde el costo adicional que implica el realizar las transacciones a dólar libre, en vez de esperar la asignación preferencial u oficial se considere menor a la indexación esperada derivada de la validación de las expectativas devaluacionistas o del mismo riesgo implicado en el retardo de la asignación.

Por otra parte, aún y cuando el objetivo central de la política cambiaria se ha basado en la contracción de los egresos de divisas, dos factores adicionales han

condicionado fuertemente e incluso dominado en ocasiones los objetivos de la política: el financiamiento del déficit fiscal y la política anti-inflacionaria.

En cuanto al primer aspecto señalado, cabe afirmar que si bien es cierto que en principio no constituyó en manera alguna un objetivo explícito de la política cambiaria, se perfiló progresivamente en un elemento condicionante de mayor importancia en el manejo de los diferenciales cambiarios entre los tipos de cambio petrolero, oficial, preferencial y libre. Asimismo, ha influido sobre el grado de intervención del B.C.V. en el mercado paralelo e, incluso, en la fijación del tipo de cambio oficial, llegando a condicionar en gran parte la maxidevaluación cambiaria ocurrida en diciembre de 1986.

Por otra parte, el objetivo de contrarrestar el efecto inflacionario de la devaluación, ha sido una constante de la política a lo largo de todo este período. A esto responde la implantación de un sistema de cambios múltiples que implica el mantenimiento de un tipo de cambio preferencial para las importaciones consideradas esenciales dentro de la cesta de consumo familiar. En el cuadro I.1. se muestra cómo ha sido la evolución de los tipos de cambios aplicados a las distintas importaciones.

Dada la gran importancia conferida al mantenimiento de un bajo perfil inflacionario, el ajuste del tipo de cambio ha sido retardado, tal y como sucedió a lo largo de 1986 a raíz del marcado deterioro de los precios petroleros, realizándose el ajuste más por la vía de las cantidades a través del manejo del presupuesto de divisas y el retardo en la asignación de éstas, que a través del ajuste vía tasa de cambio.

Sin embargo, la acumulación de crecientes expectativas devaluacionistas que presionaron fuertemente sobre el mercado paralelo del dólar, conjuntamente con el abultado déficit fiscal esperado, a raíz del marcado deterioro de los ingresos petroleros, hicieron inevitable el paso del tipo oficial de 7.50 Bs./\$ a 14.50 Bs./\$ en diciembre de 1986.

**CUADRO 1.1**

**ESTRUCTURA DE TIPOS DE CAMBIO  
PARA LAS IMPORTACIONES**

Bs./Dólar	1983	1984	1985	1986	1987	1988
4.30	X(1)	X(3)	X(6)			
6.00	X(2)	X(4)	X(7)			
7.50		X(5)	X	X	X(9)	X
14.50				X(8)	X	X

- Notas:
- (1) Importaciones esenciales.
  - (2) Importaciones catalogadas como menos esenciales.
  - (3) Importaciones de alimentos y medicinas a partir de finales de marzo de 1984.
  - (4) Importaciones de PDVSA y Ferrominera del Orinoco a partir de finales de marzo de 1984.
  - (5) Importaciones diferentes a alimentos y medicinas.
  - (6) Eliminación a lo largo de 1985 de acuerdo a lo establecido en el Convenio Cambiario N° 1 de fecha 21 de marzo de 1985.
  - (7) Eliminado a través de la modificación del Convenio Cambiario N° 1 de fecha 30 de diciembre de 1985.
  - (8) A partir de diciembre por modificación del Convenio Cambiario N° 1 de fecha 8 de diciembre de 1986.
  - (9) - Importaciones de la actividad petrolera y de la industria del hierro. Importaciones de medicinas, alimentos, insumos básicos del sector agrícola y materias primas para producción de medicinas, alimentos, textiles, calzados, papel y cartón, de acuerdo a modificación del Convenio Cambiario N° 1 de fecha 8 de diciembre de 1986.  
- Para importaciones de la actividad petrolera e industria del hierro estuvo vigente hasta junio de 1987. A partir de julio dichas importaciones pasan al tipo de cambio de Bs. 14.50 por dólar, de acuerdo a la modificación del Convenio Cambiario N° 1 de fecha 30 de junio de 1987.

Fuente: L. Zambrano S., M. Riutort, Ch. Chen, R. Lattanzi, Balanza de Pagos Exportaciones e Importaciones 1988-1989, IIES-UCAB, julio, 1988.

Es a partir de este momento, en el cual la política de fijación de precios y salarios, así como la implantación de subsidios directos han tenido una mayor importancia en la consecución del objetivo anti-inflacionario, complementando la política de cambios múltiples y la restricción monetaria, y permitiendo a su vez, diferir los ajustes cambiarios en los mercados controlados.

La modificación del Convenio Cambiario N° 1 de diciembre de 1986, estableció la venta obligatoria de divisas de exportación al B.C.V. al tipo de cambio oficial de 14.50 Bs./\$. Reducir el llamado "sobrestímulo" a las exportaciones que proporcionaba el acceso al tipo de cambio libre, con el fin de estimular sólo aquellas exportaciones que presentasen una competitividad real, constituyó el argumento central detrás del paso de las exportaciones al tipo de cambio oficial. Paralelamente a la reducción del subsidio cambiario, el estímulo se centró en el subsidio fiscal cuya magnitud siguió estando relacionada al valor agregado de las exportaciones.

La más reciente modificación del Convenio Cambiario N° 1, reestablece como opción la venta de divisas provenientes de exportación al tipo de cambio libre, aunque no se espera que tengan mayores repercusiones sobre las exportaciones y por lo tanto, sobre el mercado paralelo, dadas las expectativas inciertas sobre la política a ser aplicada por la nueva administración.

Por último, la estabilización del mercado paralelo, siempre ha constituido un objetivo dentro de la política, dada la importancia que los agentes económicos le asignan como indicador del desenvolvimiento del sector externo e incluso de la situación económica general y sus repercusiones sobre el funcionamiento del sistema financiero y el control de la oferta monetaria.

## **CAPITULO II. EFECTOS E IMPLICACIONES DE LA POLITICA CAMBIARIA**

Las implicaciones que sobre las variables macroeconómicas fundamentales ha tenido la política cambiaria, no pueden ser analizadas únicamente en el plano de su incidencia sobre la cuenta comercial. Las consecuencias y condicionantes internas relacionadas con el área fiscal, monetaria, inflacionaria y las relativas al sistema financiero son aspectos de igual importancia a la hora de establecer las implicaciones de seguir determinados lineamientos de política cambiaria.

En este capítulo, estos aspectos serán analizados en el marco de las políticas cambiarias implantadas durante el período 1983-1988.

### **1. Exportaciones**

Los éxitos obtenidos en el desarrollo de exportaciones no petroleras han constituido efectos colaterales de la política cambiaria más que objetivos explícitamente definidos y perseguidos por ésta. En este sentido, el crecimiento experimentado en las exportaciones no petroleras, tanto públicas como privadas, cuya evolución se muestra en el cuadro II-1, se vieron impulsadas fundamentalmente por los siguientes factores:

- El elevado incentivo cambiario dado por la libre convertibilidad de las divisas de exportación no petrolera en el mercado libre, hasta diciembre de 1986.
- La contracción en el nivel de actividad económica interna.
- La política de control de precios internos.
- Las crecientes restricciones en el presupuesto de divisas para importaciones.
- Las restricciones impuestas por el financiamiento interno y externo.

**CUADRO II.1****EXPORTACIONES FOB NO PETROLERAS  
(en MM\$)**

Años	Públicas	Variación %	Privadas	Variación %	Total	Variación %
1982	611	-27.2	246	-0.8	857	-21.2
1983	727	19.0	365	48.4	1092	27.4
1984	670	-7.8	503	37.8	1173	7.4
1985	784	17.0	532	5.8	1316	12.2
1986	813	3.7	717	34.8	1530	16.3
1987	939	15.5	574	-19.9	1513	-1.1
1988 (*)	1385	47.5	570	-0.70	1955	29.2

(\*) Cifras Estimadas.

Fuente: - L. Zambrano, M. Riutort, Ch. Chen, R. Lattanzi. Balanza de Pagos,  
Exportaciones e Importaciones 1988-1989, IIES-UCAB, Julio 1988.

- Cálculos Propios.

Cada uno de estos factores actuaron sobre la evolución de las exportaciones tanto públicas como privadas con diferentes intensidades a lo largo del período estudiado. En cuanto al primer aspecto, la persistencia de un tipo de cambio libre subvaluado, aunada a la conformación de expectativas devaluacionistas, constituyeron variables fundamentales en la expansión de las exportaciones no petroleras privadas durante el período 1983-1986. Las exportaciones no petroleras públicas también se vieron incentivadas por este factor, aún y cuando en mucho menor grado, dadas las características exportadoras per-sé de estas actividades (hierro, acero y aluminio).

Sin embargo, la libertad de las empresas exportadoras públicas de convertir las divisas provenientes de la exportación de sus productos al tipo de cambio libre, permitió la recuperación financiera de muchas de estas empresas, cubriendo los déficits financieros y operativos que presentaban algunas de éstas como consecuencia del elevado peso de la deuda externa y la persistencia de ineficiencias operativas crónicas.

Las razones que llevaron a la modificación del Convenio Cambiario N° 1 de diciembre de 1986, se consideren válidas o no, generaron un efecto negativo a corto plazo sobre las exportaciones privadas, registrándose para 1987 el primer

## **CAPITULO II. EFECTOS E IMPLICACIONES DE LA POLITICA CAMBIARIA**

Las implicaciones que sobre las variables macroeconómicas fundamentales ha tenido la política cambiaria, no pueden ser analizadas únicamente en el plano de su incidencia sobre la cuenta comercial. Las consecuencias y condicionantes internas relacionadas con el área fiscal, monetaria, inflacionaria y las relativas al sistema financiero son aspectos de igual importancia a la hora de establecer las implicaciones de seguir determinados lineamientos de política cambiaria.

En este capítulo, estos aspectos serán analizados en el marco de las políticas cambiarias implantadas durante el período 1983-1988.

### **1. Exportaciones**

Los éxitos obtenidos en el desarrollo de exportaciones no petroleras han constituido efectos colaterales de la política cambiaria más que objetivos explícitamente definidos y perseguidos por ésta. En este sentido, el crecimiento experimentado en las exportaciones no petroleras, tanto públicas como privadas, cuya evolución se muestra en el cuadro II-1, se vieron impulsadas fundamentalmente por los siguientes factores:

- El elevado incentivo cambiario dado por la libre convertibilidad de las divisas de exportación no petrolera en el mercado libre, hasta diciembre de 1986.
- La contracción en el nivel de actividad económica interna.
- La política de control de precios internos.
- Las crecientes restricciones en el presupuesto de divisas para importaciones.
- Las restricciones impuestas por el financiamiento interno y externo.



decrecimiento de éstas (-19.9%) desde el año 1982. Para 1988, se espera un deterioro adicional en esta variable, consecuencia directa de la disminución del tipo de cambio real efectivo (incluyendo el estímulo fiscal), dada la alta inflación registrada durante los dos últimos años y las crecientes restricciones en la capacidad de importación y financiamiento interno y externo.

La nueva modificación del Convenio Cambiario N° 1 efectuada en octubre del presente año, parece ser excesivamente tardía para ser capaz de revertir, al menos en este año, los resultados hasta ahora obtenidos. Además, difícilmente esta modificación podrá ser percibida por los exportadores como permanente, dado el ascenso de una nueva administración, lo cual genera naturales incertidumbres.

Contrariamente, durante 1987 las exportaciones no petroleras públicas incrementaron su ritmo expansivo en relación al mostrado en 1986, creciendo a una tasa del 15.5% para 1987. Este resultado es consecuencia directa del incremento del 50% en las exportaciones de aluminio, las cuales continuarán su ritmo expansivo lo que, junto al crecimiento de las exportaciones de oro, permitirá un nuevo incremento en las exportaciones públicas no petroleras para 1988.

En este sentido, el crecimiento de las exportaciones no petroleras para 1988 (29%) será consecuencia únicamente del incremento en las exportaciones públicas, ya que las privadas continuarán con la tendencia decreciente de los últimos dos años y, por lo tanto, podrán ser explicadas en términos de la evolución favorable de ciertos mercados específicos, tales como el aluminio y el oro, pero en ningún momento por los aciertos de la política cambiaria en la promoción de exportaciones.

Cabe destacar que la fijación de precios internos máximos y el retraso en los ajustes de éstos, fundamentalmente para el caso de productos esenciales, han condicionado de manera importante las exportaciones; generando desabastecimiento en el mercado interno de ciertos productos. Los mercados del Caribe y los países vecinos son los principales receptores de estas exportaciones dada la relativamente fácil penetración de estos mercados.

Por último, la contracción en el nivel de demanda agregada interna real, fundamentalmente durante el período 1983-1985, favoreció el traslado de excedentes del mercado interno a la actividad exportadora. Es de notar cómo la demanda agregada interna real para 1985 fue inferior a la existente en 1982, en un 25% aproximadamente.

## **2. Importaciones**

El análisis de la evolución de las importaciones de bienes y servicios y sus determinantes fundamentales debe hacer especial referencia al papel que ha jugado la política cambiaria en cuanto a este aspecto se refiere.

El objetivo fundamental de la política referida al manejo de los tipos de cambio, la administración de divisas y el establecimiento de restricciones cuantitativas y prohibiciones de importación, ha estado centrado en el control de los gastos de importación. Para 1982, las importaciones FOB absorbían prácticamente el 87% de las exportaciones petroleras, lo cual refleja la importancia que reviste el manejo de esta variable como instrumento equilibrador de las cuentas externas.

El encarecimiento relativo de las importaciones en bolívares, como consecuencia de las devaluaciones sucesivas ocurridas durante este período, ha jugado un papel importante en la explicación de la evolución de las importaciones, aunque tal y como será analizado posteriormente no necesariamente ha constituido el determinante más relevante.

En el cuadro II-2 se muestra cómo ha evolucionado la estructura de las importaciones de acuerdo a los distintos arreglos cambiarios existentes, destacando el porcentaje de importaciones realizadas a los distintos tipos de cambio.

## CUADRO II.2

### PORCENTAJE DE IMPORTACIONES BAJO DISTINTOS TIPOS DE CAMBIO Y TIPO DE CAMBIO PROMEDIO DE IMPORTACIONES

BS/\$	1983	1984	1985	1986	1987	1988
4.30	75%	34%	8%	-	-	-
6.00	18%	8%	6%	-	-	-
7.50	-	53%	80%	88%	18%	9%
14.50	-	-	-	6%	72%	81%
Libre	7%	5%	6%	6%	10%	10%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Tipo de Cambio Promedio de Importaciones	4.99	6.61	7.52	8.69	14.53	15.80 (*)
Variación %	16.0%	32.5%	13.8%	15.6%	67.2%	8.7%

(\*) Cifras Estimadas.

Fuente: - L. Zambrano, M. Riutort, Ch. Chen, R. Lattanzi. Balanza de Pagos, Exportaciones e Importaciones 1988-1989, IIES-UCAB, Julio 1988.  
- Cálculos Propios.

La tasa de crecimiento del tipo de cambio nominal promedio para las importaciones, la cual alcanza sus valores máximos en 1984 y 1987, es producto de la interacción de dos factores. En primer lugar, y el más evidente, reside en las sucesivas devaluaciones de los tipos de cambio oficial y preferencial para las importaciones, así como en la creciente cotización mostrada por el dólar libre.

En segundo lugar, el mercado preferencial ha reducido su importancia relativa en forma progresiva, desplazándose en forma gradual un número creciente de rubros de importación hacia el mercado no preferencial, como parte de la política de unificación cambiaria. En este sentido, cabe destacar como en el año 1983, el 75% de las importaciones se realizaron a un tipo de cambio preferencial de 4,30 Bs./\$, e inferior al oficial en un 28.3%; situación claramente opuesta a la presentada en el año 1988, en donde se estima que sólo el 9% de las importaciones totales fueron canalizadas a través del mercado preferencial.

La modificación de las estructuras cambiarias en relación a las importaciones, generan implicaciones tanto sobre el volumen y composición de éstas, como sobre otras áreas macroeconómicas.

Dada una estructura de importaciones crecientemente unificada alrededor del tipo de cambio oficial, el impacto de una devaluación sobre el tipo de cambio promedio de las importaciones será mayor en la medida en que menor sea la proporción de importaciones canalizadas a través del mercado preferencial. Esto explica en parte la elevación del tipo de cambio promedio de importaciones nominal ocurrida en 1985, 1987 y 1988. El resto viene explicado por las fluctuaciones en el tipo de cambio libre.

Sin embargo, debe señalarse que el tipo de cambio relevante, para el análisis del efecto-precio sobre las importaciones, es el tipo de cambio promedio real, el cual a lo largo del período señalado, no siempre ha mostrado una dirección ascendente, ni sus cambios han sido de igual magnitud a los presentados por el tipo de cambio promedio nominal, (calculado en el cuadro II-2). En el cuadro II-3 se muestra el cálculo del tipo de cambio real promedio de importaciones para el período 1982-1988.

El tipo de cambio promedio real de importación, se encuentra determinado por los siguientes factores:

- El tipo de cambio nominal promedio de las importaciones.
- La inflación interna.
- La inflación externa de aquellos países de los cuales provienen las importaciones venezolanas.
- La apreciación o depreciación relativa del dólar norteamericano frente al resto de las monedas de los países de los cuales Venezuela importa.
- La estructura de las importaciones venezolanas de acuerdo a su distribución por países.

CUADRO II.3

TIPO DE CAMBIO PROMEDIO REAL DE IMPORTACIONES  
(Base 1982)

Años	Tipo de Cambio Promedio de Importaciones (Bs./\$) (1)	Indice de Precios al por Mayor Productos Nacionales (1982=100) (a) (2)	Indice de Precios en \$ de las Importaciones (b) (1982=100) (3)	Tipo de Cambio Real (Bs./\$) (4)=(1)x(3)/(2)	Variación %
1982	4.29	100.0	100.0	4.29	-
1983	4.99	107.5	96.7	4.49	4.66%
1984	6.61	126.1	97.5	5.11	13.81%
1985	7.52	151.2	97.9	4.87	-4.70%
1986	8.69	180.5	105.3	5.07	4.11%
1987	14.53	248.5	112.4	6.57	29.59%
1988 (*)	15.8	325.5	122.5	5.95	-9.44%

(a) Para su cálculo se toma como base la serie publicada por el BCV con sustento metodológico en los índices de precio base 1968.

(b) Calculado tomando en cuenta las variaciones de precios al por mayor ocurridas en los principales países que comercian con Venezuela, la importancia relativa de estos sobre las importaciones venezolanas y los cambios en las paridades cambiarias entre estos países y el dólar norteamericano.

(\*) Cifras Estimadas

Fuente: - L. Zambrano, M. Riutort, Ch. Chen, R. Lattanzi, Balanza de Pagos, Exportaciones e Importaciones 1988-1989, IIES-UCAB, Julio 1988.

- Cálculos Propios.

Por lo tanto, los cambios en el tipo de cambio real muestran el encarecimiento de las importaciones, tomando en cuenta no sólo los movimientos del tipo de cambio sino los diferenciales de inflación y paridades cambiarias, y por ello constituye una medida más idónea para la cuantificación de los efecto-precios sobre las importaciones.

Si comparamos las devaluaciones nominales y reales ocurridas en el tipo de cambio promedio de importación, debe notarse cómo las devaluaciones reales han sido abiertamente inferiores a las nominales, consecuencia fundamentalmente de las elevadas tasas de inflación interna durante este período y, muy especialmente, en los últimos dos años. Incluso, cabe destacar la apreciación real del tipo de cambio promedio de importación ocurrida durante

1985 y la que podría esperarse durante este año, que reflejan un abaratamiento relativo de las importaciones.

Al comparar los períodos en los cuales el tipo de cambio real promedio de importaciones se ha apreciado, con los períodos en los cuales se han producido modificaciones en el sistema cambiario (bien a través de devaluaciones de las tasas de cambio, eliminación de tramos preferenciales o traspaso de un número creciente de productos a tasas de cambio superiores), parece sustentable la afirmación de que la política cambiaria ha actuado con cierto retraso en el mantenimiento de una paridad real constante, generando las apreciaciones cambiarias ocurridas durante este período.

Por otra parte, debe destacarse que desde el punto de vista de los objetivos que deben ser planteados por la política cambiaria, las marchas y contramarchas en la paridad real del bolívar, no contribuyen en nada al afianzamiento del proceso de sustitución de importaciones.

La instrumentación de restricciones cuantitativas a través de un presupuesto de divisas y la prohibición de importación de ciertos rubros han constituido, conjuntamente con el decaimiento de la actividad económica interna, en ciertos años del período, factores fundamentales para el atenuamiento de los gastos de importación.

En cuanto al primer factor señalado, cabe destacar cómo la diferencia existente entre el volumen solicitado de divisas para importaciones por parte del sector privado y las partidas realmente asignadas por RECADI durante el período analizado (aún y cuando las primeras han sido frecuentemente abultadas en forma intencional), constituyen un indicio de la importancia que ha tenido la política de control cuantitativo de divisas en el represamiento de los gastos de importación, independientemente de que éste constituya o no el mecanismo más idóneo de asignación de recursos.

El comportamiento de la actividad económica real ha constituido sin embargo, el elemento atenuante relevante del gasto de importaciones, incluso por encima del efecto precio de las devaluaciones <sup>1</sup> a lo largo del período 1983-1988.

No obstante, existen una serie de factores que pueden estar modificando en cierta forma la relación entre las importaciones y el nivel de actividad económica. En primer lugar, la acumulación y desacumulación de inventarios como respuesta frente a la conformación de expectativas devaluacionistas, han afectado de manera determinante el gasto de importaciones en forma independiente a los cambios en la actividad económica, caso especialmente notorio para los años 1982 y 1984.

Por otra parte, debe señalarse que los ajustes cambiarios ocurridos durante estos últimos seis años, deben haber generado cambios estructurales importantes en la economía, que se reflejan a través de modificaciones en los valores de las elasticidades ingreso y precio de las importaciones. La contracción real de las importaciones no ha sido estructuralmente neutral y en este sentido lleva consigo un cambio en la importancia relativa de los distintos rubros de importación, priorizando las importaciones de materias primas, maquinarias y equipos frente al resto de productos alimenticios, bebidas y otros. Este cambio en la estructura de las importaciones genera en principio una reducción de la elasticidad precio de las importaciones en su conjunto, haciéndolas por lo tanto, menos sensibles a las fluctuaciones del tipo de cambio. Por el contrario, la elasticidad ingreso de las importaciones tiende a aumentar al estar las importaciones vinculadas en una forma cada vez más estrecha con el nivel de actividad económica interna.

Por último, cabe señalar cómo el encarecimiento relativo de las importaciones podría estar incentivando un mayor crecimiento en aquellos sectores económicos de menor utilización de insumos importados, o en aquellos en donde la sustitución de importaciones haya alcanzado mayores logros; en detrimento de aquellos sectores intensivos en importaciones. Esto permitiría reducir el efecto

---

<sup>1</sup> Para un desarrollo detallado de este aspecto y un análisis econométrico de éste, véase: Matías Riutort, Precios Relativos, Ingreso y Nivel de Importaciones, IIES-UCAB, abril, 1988.

contractivo de las devaluaciones cambiarias, dada la menor correlación entre las importaciones y el ritmo de crecimiento económico.

### **3. Implicaciones Fiscales de la Política Cambiaria**

La dinámica de los ingresos fiscales ha condicionado claramente la definición de la política cambiaria. El deterioro de los precios e incluso del volumen de exportación petrolera ha condicionado el uso de la política cambiaria con el fin de generar ingresos fiscales adicionales, aunque desvinculados de la actividad real.

El impacto que sobre los ingresos fiscales tiene el manejo de la política cambiaria se canaliza fundamentalmente a través de las siguientes partidas:

- Impuesto sobre la renta a la actividad petrolera y el hierro.
- Regalía petrolera y del hierro.
- Impuesto sobre la renta a otras empresas públicas exportadoras.
- Utilidades cambiarias.
- Remanente utilidades BCV.
- Ingresos aduaneros.
- Endeudamiento externo.
- Capacidad de endeudamiento interno.

Estas se ven afectadas, tanto por modificaciones en el tipo de cambio petrolero, como no petrolero, así como por los diferenciales entre estas tasas cambiarias.

En el cuadro II-4 se muestran los aumentos efectivos en el tipo de cambio aplicado a la actividad petrolera durante el período.



## CUADRO II.4

### TIPO DE CAMBIO ACTIVIDAD PETROLERA

Años	(Bs./\$)	Variación (%)
1983	4.28	-
1984 (*)	5.77	34.8
1985	5.99	7.5
1986	7.49	25.0
1987 (*)	10.97	46.5
1988	14.49	32.1

(\*) Promedio ponderado de las tasas cambiarias vigentes durante el año para la actividad petrolera.

Fuente: - BCV. Informe Económico 1983-1987.  
- Cálculos Propios.

Durante los años 1984, 1985 y parte de 1987, la tasa de cambio petrolera se mantuvo rezagada con relación a la tasa cambiaria oficial en un 23% promedio.

En el período comprendido entre 1984 y 1988, las modificaciones en el tipo de cambio petrolero, mostradas en el cuadro II-4, han permitido generar durante estos cinco años 74.822 millones de bolívares por concepto de ingreso fiscal petrolero, lo cual representa el 12% de la suma de los ingresos fiscales ordinarios de estos cinco años, y el 48% de los correspondientes a 1988.

Tal y como puede deducirse del cuadro II-5, la significación relativa de los cambios en los ingresos fiscales de origen petrolero, como consecuencia de modificaciones en el tipo de cambio oscila durante este período entre un 74% y un 93%, excepción hecha con el año 1985, en el cual representaron 1.5 veces de la variación del ingreso fiscal petrolero neto del año. Estas variaciones son consecuencia tanto de cambios en la renta neta gravable debido al aumento proporcional en los ingresos por exportación en bolívares, como al incremento en el valor equivalente en bolívares de la regalía petrolera.

**CUADRO II.5****SIGNIFICACION DE LA VARIACION DE LOS  
TIPOS DE CAMBIO SOBRE LOS CAMBIOS  
EN EL INGRESO FISCAL PETROLERO  
(Millones de Bs.)**

	1984	1985	1986	1987	1988
1. Variación Total Ingreso Fiscal Petrolero Recaudado	21784	1488	-19020	26934	28295
2. Variación del Ingreso por Modificación del Tipo de Cambio	16117	2352	9339	25160	21854
3. Significación Relativa (1)/(2) en %	74.0	158.1	-	93.4	77.2

Fuente: - OCEPRE. Exposición de Motivos del Proyecto de Ley de Presupuesto 1988, 1989.  
- Cálculos Propios.

En este sentido, el paso del dólar petrolero de un tipo de cambio de 7.50 Bs./\$ a 14.50 Bs./\$ ocurrido en 1987, se estima generó sólo por los conceptos señalados, un incremento en los ingresos fiscales petroleros del orden de los 25.160 y 21.854 millones de bolívares, para 1987 y 1988 respectivamente. Esto representa entre el 17% y 14% de los ingresos ordinarios del Gobierno Central de estos años; reflejando así la importancia del instrumento cambiario en la generación de ingresos fiscales adicionales.

Por otro lado, la generación de utilidades cambiarias constituye otra de las fuentes fundamentales de ingresos fiscales vinculados a la actividad cambiaria.

Tres son los elementos que determinan el volumen de utilidades cambiarias. En primer lugar, el diferencial entre el tipo de cambio petrolero y el que rige para el resto de las operaciones, tanto en el mercado controlado como en el mercado no controlado. En segundo lugar, el volumen de transacciones entre estos mercados. En tercer lugar, el nivel de reservas internacionales. En cuanto a este último factor, se produce un rezago adicional entre el precio promedio de compra

de las divisas que pasan a formar parte de las reservas y el precio promedio de venta tanto en el mercado controlado como no controlado, consecuencia de la aplicación del método FIFO <sup>2</sup> en la valoración del manejo de las reservas.

En el cuadro II-6, se presentan los ingresos percibidos por concepto de utilidades cambiarias durante el período 1983-1987 y su significación relativa en el total de ingresos fiscales ordinarios. Nótese como éstas representan en promedio el 14.3% de los ingresos fiscales ordinarios durante este período, colocando a esta fuente de ingresos por encima del impuesto sobre la renta de las actividades no petroleras y de los ingresos obtenidos por concepto de aduanas o impuestos indirectos al consumo.

### CUADRO II.6

#### UTILIDADES CAMBIARIAS Y SIGNIFICACION RELATIVA (MMBs. y %)

	1983	1984	1985	1986	1987
1. Utilidades Cambiarias	10090	14321	11102	16660	24731
2. Total de Ingresos Fiscales Ordinarios	71837	99220	107857	100968	150621
3. Significación Relativa sobre Total Ingresos Fiscales Ordinarios (1)/(2) en %	14.0	14.4	10.3	16.5	16.4

Fuente: - OCEPRE. Exposición de Motivos del Proyecto de Presupuesto 1988, 1989.  
- Cálculos Propios.

La generación de utilidades cambiarias se constituyó durante el período, en la segunda fuente de ingresos ordinarios después de la actividad petrolera; lo que dada su importancia relativa y la inestabilidad de los ingresos petroleros, condicionó en forma creciente la política cambiaria. En este sentido, la necesidad de generar utilidades cambiarias crecientes, fue un factor de peso en el mantenimiento de un tipo de cambio petrolero rezagado, con relación al

<sup>2</sup> Primeras divisas adquiridas, primeras divisas vendidas.

establecido para el resto de las operaciones en divisas durante gran parte del período.

Sin embargo, las crecientes dificultades financieras por parte de PDVSA, a raíz del diferencial de costos producto del mantenimiento de los diferenciales cambiarios y, por otra parte, la posibilidad de generar ingresos fiscales superiores, a través de la devaluación del tipo de cambio petrolero, tal y como fue descrito anteriormente, condicionaron la unificación entre el tipo de cambio petrolero y el oficial a principios de 1987 a 14.50 Bs./\$.

Por otra parte, en el período 1983-1986 sólo parte de la utilidad cambiaria bruta realizada por el B.C.V. era transferida directamente al fisco, ya que la otra porción estaba destinada al Fondo de Compensación Cambiaria (FOCOCAM), con el fin de cubrir las pérdidas cambiarias resultantes del pago de la deuda privada y de las empresas públicas. Sin embargo, aún y cuando estos recursos no constituían una corriente de ingresos directa, la utilización del FOCOCAM como fondo de "inversión" en títulos públicos permitió la afluencia de fondos al fisco.

La generación de utilidades cambiarias constituye, en la práctica, un impuesto indirecto a aquellos agentes consumidores de divisas. Sin embargo, los efectos que sobre los agentes económicos tiene la generación de utilidades cambiarias dependerán de si esta es producto de operaciones con el Gobierno Central o de operaciones con el público. En el primer caso, la utilidad cambiaria no constituye ninguna transferencia real, sino una mera recirculación de fondos entre la autoridad monetaria y el fisco. En el segundo caso, se produce una transferencia real de recursos desde el sector privado y empresas públicas al Gobierno Central.

El efecto neto sobre el gasto agregado de la economía vendrá dado por el saldo entre el efecto contractivo que sobre el gasto privado genera la devaluación y la generación de utilidades cambiarias, actuando como un impuesto indirecto, y el efecto expansivo del gasto fiscal interno neto. Por lo tanto, vendrá determinado implícitamente por la diferencia entre las propensiones marginales a consumir divisas públicas y privadas, al igual que por la velocidad de ejecución del gasto público y la diferencia entre los efectos multiplicadores de uno y otro gasto.

Por otra parte, la devaluación del tipo de cambio genera efectos igualmente importantes sobre la contrapartida en bolívares de determinadas partidas de ingreso. Los ingresos por endeudamiento externo y los intereses percibidos por la colocación de las reservas internacionales en el exterior, son partidas cuyo contravalor en bolívares aumenta como consecuencia de la devaluación cambiaria. Igualmente el impuesto sobre la renta y la regalía a la actividad del hierro son también afectadas. Los ingresos aduaneros también se ven incrementados como consecuencia de un aumento en el valor equivalente en bolívares de las importaciones.

Paralelamente, aún y cuando no constituyen recursos que fluyen directamente al fisco, la generación de excedentes financieros en determinadas empresas públicas y agencias estatales de financiamiento, como consecuencia de la devaluación cambiaria, ha constituido una fuente importante de recursos a través de la colocación de títulos públicos. En este sentido, cabe destacar la colocación de títulos públicos en FOCOCAM y PDVSA.

Sin embargo, no sólo los ingresos fiscales se ven alterados por la devaluación cambiaria. También se ve afectada la contrapartida en bolívares de los gastos fiscales por concepto de importaciones, servicio exterior y servicio de deuda externa. Por lo tanto, el efecto neto sobre el gasto fiscal interno neto dependerá de la magnitud en que se expandan los ingresos en relación a los gastos como consecuencia de la devaluación cambiaria.

Igualmente, los cambios analizados en las partidas de ingresos y gastos fiscales generan importantes implicaciones sobre la determinación de la liquidez monetaria, tal y como será analizado posteriormente.

#### **4. Política Cambiaria e Inflación**

El impacto inflacionario de las devaluaciones cambiarias, ha constituido un elemento a ponderar de gran importancia, a la hora de ejecutar los ajustes necesarios en los tipos de cambio.

El impacto inflacionario de una devaluación cambiaria está determinado por los siguientes factores:

- a) La importancia relativa de los bienes finales, maquinaria, materias primas e insumos en la economía interna. Obviamente, mientras mayor sea la participación de los insumos importados en los costos unitarios de producción de bienes transables y no transables, mayor será la presión inflacionaria asociada a la devaluación.
- b) La capacidad de respuesta de las industrias nacionales productoras de bienes sustitutivos de importaciones frente al encarecimiento relativo de éstas.
- c) La generación de expectativas inflacionarias producto de la devaluación y la credibilidad que se tenga en el nuevo tipo de cambio.
- d) El entorno de la política en el resto de las áreas macroeconómicas, específicamente las relacionadas con la política de precios, salarios y subsidios, conjuntamente con la política fiscal y monetaria.

En el cuadro II-7 se muestra la tasa de inflación medida a través de los cambios en el índice de precios al por mayor y la tasa de variación del tipo de cambio promedio de las importaciones.

**CUADRO II.7**

**INDICE DE PRECIOS AL POR MAYOR Y TIPO  
DE CAMBIO PROMEDIO DE IMPORTACIONES  
(Tasas % de Variación)**

	Indice de Precios al por Mayor (1)			Tipo de Cambio Promedio de Importación
	General	Productos Nacionales	Productos Importados	
1983	7.0%	7.5%	6.0%	16.0%
1984	17.5%	17.3%	17.8%	32.5%
1985	18.2%	19.9%	15.3%	13.8%
1986	15.7%	19.4%	9.2%	15.6%
1987 (*)	45.7%	37.7%	66.3%	67.2%

(\*) Sobre Indices de Precios al por Mayor Base 1984.

(1) Inflación Promedio sobre la Base de Indice de Precios Base. 1968.

Fuente: - BCV. Informe Económico 1986,1987.

- Cálculos Propios.

La inflación ocurrida durante el período 1983-1985 y la del año 1987 puede ser explicada fundamentalmente en términos del impacto inflacionario, que por la vía de los costos generaron los ajustes cambiarios ocurridos durante este período.

Sin embargo, la magnitud del impacto inflacionario de los ajustes cambiarios ocurridos en el lapso 1983-1985 difiere considerablemente al ocurrido durante 1987 debido a un conjunto de razones relacionadas directamente con el manejo del tipo de cambio y con el entorno de la política macroeconómica.

Como primer elemento cabe señalar que la magnitud del ajuste cambiario ocurrido en diciembre de 1986 a través de la modificación del Convenio Cambiario N° 1, se tradujo en un incremento del 67.2% en el tipo de cambio promedio de importaciones, el cual fue muy superior a la magnitud de los ajustes en los tipos de cambio ocurridos durante el período 1983-1986, los cuales representaron un incremento promedio de la paridad cambiaria del 20.31% anual<sup>3</sup>. Esto es consecuencia, tanto de una devaluación superior del tipo de cambio

<sup>3</sup> Calculado sobre la base del promedio geométrico de las tasas de crecimiento.

oficial, como de una menor proporción de importaciones a tipos de cambio preferenciales.

Por otra parte, durante el lapso comprendido entre 1983 y el tercer trimestre de 1985, el entorno de la política macroeconómica fue claramente contractivo, lo que paralelamente a la contención de los salarios nominales, contribuyó al mantenimiento de un menor perfil inflacionario. En este sentido, el gasto público disminuyó en términos reales, tanto en las partidas de gasto corriente como en las partidas de inversión, a lo que debe añadirse el incremento del servicio de la deuda pública externa. Igualmente, la política monetaria validó la contracción del gasto público, experimentándose un descenso de la liquidez en términos reales; además de no haberse podido contrarrestar los efectos destructores de masa monetaria de la propia devaluación y del servicio de deuda externa.

En el cuadro II-7 puede apreciarse cómo el proceso inflacionario registrado durante el período 1983-1985, está íntimamente ligado a la presión de costos ejercida por los incrementos en el tipo de cambio promedio de las importaciones.

Debe destacarse igualmente, como este efecto inflacionario no sólo se refleja a través del comportamiento del índice de precios al mayor de productos importados, sino que a su vez afecta el precio de los productos nacionales, a través del impacto que sobre los costos tiene el encarecimiento de los insumos y bienes de capital importados. Esto explica la elevación de precios medida a través del índice de precios al por mayor de productos nacionales, en correlación con las variaciones en el tipo de cambio promedio de importaciones.

Durante este período, sin embargo, el sistema de precios administrados y la Comisión de Costos, Precios y Salarios (CONACOPRESA) jugaron un papel relevante en la administración y dosificación de los aumentos de precios; así como en la eliminación selectiva de los subsidios a determinados productos, fundamentalmente, agrícolas, al igual que el subsidio a la gasolina. Hechos que contribuyeron a la aceleración de la inflación a nivel de los productos nacionales durante el período 1984-1985.



Contrariamente a lo ocurrido durante el trienio 1983-1985, la inflación experimentada durante el año 1986 tuvo su origen más en las presiones de demanda estimuladas por la política fiscal y monetaria, que en el ajuste de costos producto de la devaluación cambiaria. La conjugación de una política fiscal expansiva, instrumentada a través del Plan Trienal y el Plan Adicional de Inversiones con una política monetaria menos restrictiva que se tradujo en amplias facilidades de crédito y tasas de interés reales negativas, dinamizó el comportamiento de la demanda interna; que sin embargo coincidió con un reforzamiento del control en la asignación de divisas como consecuencia del deterioro en los ingresos petroleros.

El fortalecimiento de las restricciones cuantitativas de divisas, sin embargo, no pudo establecer un freno a la demanda de importaciones, la cual se canalizó hacia el mercado libre y que, junto a la demanda de divisas de carácter especulativo, generaron una elevación importante del tipo de cambio libre y, por lo tanto, del tipo promedio de importaciones. Esta mayor demanda privada, con un alto componente de consumo anticipado impulsado por el crédito barato, y las expectativas inflacionarias y devaluacionistas ligadas a las expectativas del mercado petrolero, generaron presiones inflacionarias que se adicionaron a las originadas por la política fiscal y monetaria expansiva.

Por otra parte, durante 1987, se conjugaron factores de demanda y costos en la determinación del comportamiento inflacionario, aún y cuando debe quedar claro que son las últimas las determinantes en la configuración del perfil inflacionario de este año. La maxidevaluación ocurrida en diciembre de 1986 y la elevación del tipo de cambio libre determinada fundamentalmente por motivos especulativos, produjeron la elevación del tipo de cambio promedio de las importaciones en un 67.4%, lo cual naturalmente se tradujo en una fuerte presión sobre los costos y precios.

Paralelamente, la implantación de un aumento en las remuneraciones de determinados sectores de la administración pública y el decreto del bono salarial compensatorio, se conjugaron con la acentuación de los desequilibrios en los mercados de bienes, cambiario, financiero y monetario iniciados en el año 1986,

explicando el incremento de precios del orden del 46% a nivel de mayoristas. Estas presiones no pudieron ser represadas a través de la congelación nominal de precios establecida durante este año.

Durante 1988, las nuevas presiones inflacionarias no son tanto la consecuencia de los ajustes cambiarios como de las expectativas devaluacionistas que generan presiones sobre los precios a través de compras anticipadas de bienes y servicios finales, acumulación de inventarios, una creciente inelasticidad o contención de la oferta (desbastecimiento) y de aumentos de precios preventivos frente a una devaluación cada vez más cierta.

Adicionalmente, la restricción en la oferta de divisas en el mercado controlado y la menor capacidad de oferta por parte del B.C.V., han generado presiones sobre el mercado libre de divisas, que se traducen en aumentos de costos y precios.

Sin embargo, la atenuación de la tasa de crecimiento de los precios, se explica por el carácter contractivo de la política fiscal y monetaria en relación al año 1987, aún y cuando el mantenimiento de los desequilibrios financieros vinculados al sostenimiento de las tasas de interés a niveles artificiales continúa estimulando la demanda a través del crédito barato.

Por último, cabe resaltar que los cambios estructurales que están ocurriendo en el aparato productivo nacional, fundamentalmente en lo referido a la estructura de la demanda de importaciones y el desarrollo de los procesos productivos destinados a la sustitución de importaciones, deben estar generando cambios importantes en la relación devaluación-inflación.

## **5. Política Cambiaria y Liquidez Monetaria**

Un análisis de las implicaciones que sobre la liquidez monetaria ha tenido la política cambiaria, requiere destacar dos aspectos fundamentales: las implicaciones directas del movimiento cambiario sobre la liquidez, y la relación entre los ingresos y gastos fiscales, la política cambiaria y la liquidez.

Para entrar a analizar el primer aspecto señalado, es necesario en primer lugar resaltar las relaciones fundamentales existentes entre el Banco Central, el público <sup>4</sup>, el sistema bancario nacional <sup>5</sup>, Gobierno Central y otros agentes institucionales <sup>6</sup>.

En el gráfico II-1 se recoge la forma en que las relaciones entre estos entes inciden sobre la liquidez monetaria. Las operaciones del BCV con el público implican una variación de base monetaria, llamada expansión primaria de oferta monetaria, la cual genera un cambio en la liquidez monetaria en el mismo sentido. La decisión por parte del público de demandar depósitos emitidos por la banca nacional conlleva a un incremento de las reservas bancarias, las cuales se suman a aquellas producto de las operaciones que realiza el sistema bancario con el BCV (redescuentos, anticipos, letras del tesoro, títulos-valores públicos y privados); permitiendo potenciar de esta forma la actividad crediticia de la banca y, por lo tanto influenciar la liquidez a través de la expansión secundaria de dinero.

Por otro lado, parte de los recursos que fluyen al público, a través de la expansión primaria de oferta monetaria y del crédito del sistema bancario, es utilizada en el financiamiento de transacciones cambiarias, las cuales afectan igualmente la liquidez monetaria.

La demanda de divisas por parte del público, tanto al sistema bancario como al BCV en forma directa, provoca la destrucción de los medios de cambio, ya que constituyen reducciones en el monto en circulación de monedas y billetes, o bien una menor demanda de depósitos bancarios, afectando por esta vía la magnitud de las reservas, y reduciendo por lo tanto la capacidad de expansión secundaria de los medios de pago a través del crédito bancario.

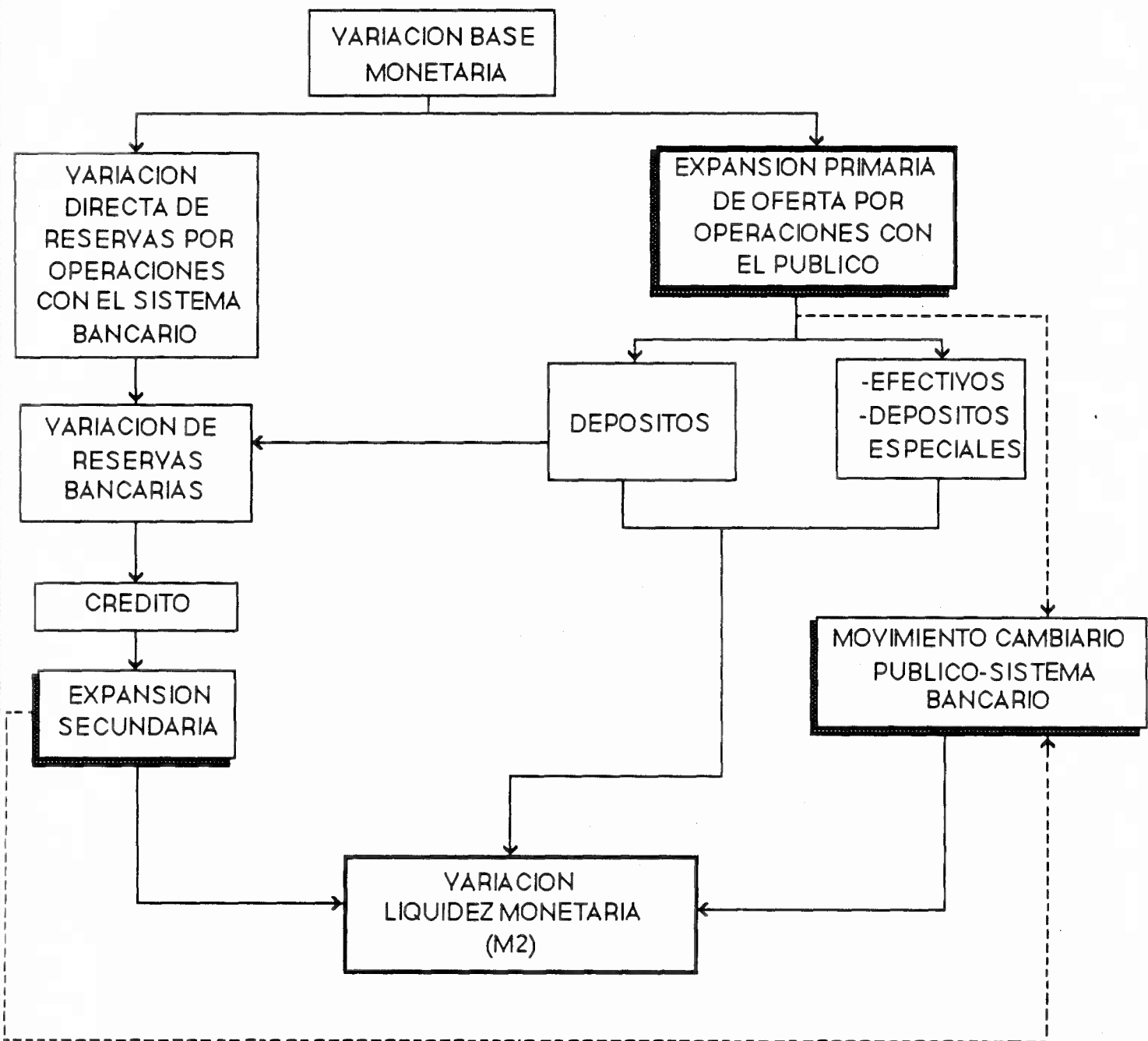
---

<sup>4</sup> Se define como público al sector privado distinto del sistema bancario y al sector público no financiero, excluido Gobierno Central, PDVSA, FIV, FOCOCAM, FOGADE y FICAM.

<sup>5</sup> Como sistema bancario se considera a la banca comercial, banca hipotecaria, sistema nacional de ahorro y préstamo, BTV y BANDAGRO.

<sup>6</sup> PDVSA y sus filiales, FIV, FOCOCAM, FOGADE y FICAM.

VARIACION DE LA LIQUIDEZ MONETARIA



Paralelamente, la demanda de moneda extranjera que el sistema bancario realiza al BCV, en respuesta a los requerimientos de divisas del público, conlleva una reducción en la magnitud de reservas del sistema bancario, lo que restringe de igual forma la expansión secundaria de dinero.

En los cuadros II-8 y II-9 se muestran la evolución de los principales factores determinantes de la liquidez para el período 1982-1987, haciendo especial énfasis en los determinantes relacionados con el movimiento cambiario.

En 1982, el ritmo de crecimiento de la liquidez monetaria sufrió una abrupta caída como consecuencia de la fuerte contracción por la vía cambiaria y el escaso dinamismo de la expansión primaria y secundaria de dinero. La expansión primaria de oferta monetaria se vió afectada por las restricciones que la adversa situación petrolera impuso sobre el gasto fiscal y por lo tanto sobre la expansión de base a través de las relaciones Gobierno Central-Público.

Las expectativas de devaluación de la moneda y la cuantiosa fuga de capitales ocurrida durante ese año, condicionó la elevación de la demanda de divisas al sistema bancario por parte del público, lo cual implicó una destrucción de liquidez del orden de los 90.200 millones de bolívares, a pesar de no haber ocurrido modificaciones en los tipos de cambio, tal y como se refleja en el cuadro II-8.

Paralelamente, la creciente demanda de divisas por parte del público presionó a una drástica reducción de las reservas bancarias, tal y como lo refleja el movimiento cambiario entre el BCV y el sistema bancario en el cuadro II-9. Este movimiento adverso de reservas afectó la expansión secundaria de dinero.

Ambos factores señalados generaron la contracción del dinero base, determinando el bajo crecimiento de la liquidez durante este período. Adicionalmente, se operó en el mismo lapso un cambio en la composición de la liquidez, dado que la destrucción de los medios de pago afectó fundamentalmente a aquellos componentes más líquidos; los cuales presentan una menor inercia que otros depósitos o instrumentos de menor liquidez, cuya demanda se encuentra determinada principalmente por motivaciones preventivas

**CUADRO II.8**

**VARIACION LIQUIDEZ MONETARIA  
(Millones de BS.)**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
1. Expansión Primaria de Oferta Monetaria	75533	57611	58119	63637	63637	(-)
1.1. Relaciones BCV-Público	11495	-7089	-3341	-1793	-6977	-5930
1.1.1. Movimiento Cambiario	10757	-5364	-7099	-2420	-7237	-11037
a) Compra de Divisas al Público	27354	6328	7291	11027	14022	15514
b) Venta de Divisas al Público	-16597	-11692	-14390	-13447	-21259	-26551
1.1.2. Redescuentos, Anticipos, Inversiones en Valores y Otras	738	-1725	3758	627	260	1097
1.2. Relaciones Gob. Central Público	48818	40994	47164	54612	53654	68072
1.3. Relaciones Otros Entes Institucionales-Público	15220	23706	14296	12818	15944	21978
2. Expansión Secundaria de Oferta Monetaria	19993	8873	17278	19580	35375	(-)
3. Movimiento Cambiario entre el Público y el Sistema Bancario	-90296	-39607	-60761	-61158	-65782	(-)
4. Otras Operaciones del Sistema Bancario y Flujos No Clasificados	-785	7259	-341	-8550	-2819	(-)
Total Variación Liquidez Monetaria (M2) (1+2+3+4)	4445	34136	14295	13509	30411	(-)

(-) No se dispone de datos.

Nota: Las cifras con signo "-" indican saldos Negativos

Fuente: - BCV. Anuario de Estadística del Sector Financiero, 1986.

- BCV. Informe Económico, 1987"

**CUADRO II.9**

**CREACION DE BASE MONETERIA DIRIGIDA  
DIRECTAMENTE AL SISTEMA BANCARIO  
(Millones de BS.)**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
1. Relación BCV-Sistema Bancario	-73019	-50856	-60350	-66600	-59060	-77634
1.1. Movimiento Cambiario	-80894	-46227	-62912	-65337	-63212	-74466
1.1.1. Compra de Divisas a Bancos	2226	1019	4135	4733	8557	13929
1.1.2. Venta de Divisas a Bancos	-83210	-47246	-67047	-700070	-71769	-88395
1.2. Redescuentos, Anticipos, Inversiones en Valores y Otros	7965	-4629	2562	-1263	4152	-3168
2. Relaciones Gob. Central-Sistema Bancario	-5401	5237	1275	3040	1890	5219
3. Relaciones Sistema Bancario Otros Entes Institucionales	0	0	-122	7439	-729	-351
 Creación Base Monetaria Dirigida Directa- mente al Sistema Bancario (1+2+3)	 -78420	 -45619	 -59197	 -56121	 -57899	 -72766

Fuente: - BCV. Anuario de Estadística del Sector Financiero, 1986.

- BCV. Informe Económico, 1987

y que muestran una menor sensibilidad frente a los cambios en el entorno macroeconómico.

La implantación del nuevo sistema cambiario en febrero de 1983, indujo una fuerte contracción en la demanda de divisas, traducida en el mejoramiento sustancial de los movimientos cambiarios BCV-público y BCV-Sistema Bancario en bolívares, a pesar de la devaluación del tipo de cambio, lo cual repercutió favorablemente en la expansión de base de la liquidez monetaria.

Sin embargo, una menor expansión primaria de oferta monetaria ligada a una política fiscal contractiva, y el bajo ritmo de actividad económica real que condicionó una menor actividad crediticia, constituyeron factores atenuantes del crecimiento de la liquidez.

Durante el bienio 1984-1985, tal y como se refleja en los cuadros II-8 y II-9, los movimientos cambiarios constituyeron el elemento contractivo determinante de la liquidez, condicionando su lento crecimiento durante el período. La menor elasticidad precio de las importaciones y los mayores pagos por concepto de deuda externa pública y privada generó durante 1984 un movimiento cambiario mucho más contractivo que en 1983.

Durante 1985, el efecto contractivo de los movimientos cambiarios sobre la liquidez monetaria fue compensado en mayor medida por el seguimiento de una política fiscal moderadamente expansiva, relacionada con el incremento de las transacciones corrientes del Gobierno Central. Igualmente la base se expandió a través de la inyección importante de recursos (7.449 millones de dólares) por parte de PDVSA, FOCOCAM y FOGADE, recursos igualmente vinculados al manejo del sistema cambiario, específicamente, a la generación de utilidades cambiarias y la expansión de los ingresos fiscales, petroleros a través de la modificación del tipo de cambio petrolero.

Durante el bienio 1986-1987, los movimientos cambiarios han intensificado su efecto sobre la base, y muy especialmente aquellos canalizados a través de las operaciones de compra de divisas por parte del público al BCV, claramente ligadas a la venta de divisas en el mercado libre. Paralelamente, el efecto que sobre la liquidez implica un incremento en los gastos de importación en dólares y



el pago del servicio de la deuda externa privada, se hace contractivamente mayor como consecuencia de un tipo de cambio mayor.

Asimismo, el efecto expansivo de la liquidez que las relaciones Gobierno Central-Público y entre éste y otros entes institucionales ejerce, fue decisivo en la expansión de la liquidez durante este bienio, en especial durante el año 1987. El desarrollo de los planes de inversión del Gobierno Central está íntimamente ligado con el comportamiento de estas cuentas.

Del análisis realizado, se desprende que la evolución de la liquidez monetaria ha estado explicada, en lo esencial, por la mayor o menor fuerza con que el movimiento cambiario esterilice los medios de pago, así como la medida en que la gestión fiscal trasbase recursos líquidos del Gobierno Central al público. Dado que la capacidad de gasto fiscal está determinada por la disponibilidad de ingresos, y éstos cada vez depende más de la variable cambiaria, puede argumentarse que ésta ejerce una influencia directa sobre la liquidez monetaria a través de su efecto sobre los egresos de divisas por importaciones y servicios de deuda, al igual que sobre los movimientos especulativos de divisas y fuga de capitales, y un efecto indirecto a través de su impacto sobre los ingresos de tipo fiscal.

Los ingresos fiscales por concepto de regalía e impuesto sobre la renta petrolera, el reparto de utilidades cambiarias, la entrega de remanentes de utilidades del BCV y la adquisición de letras del tesoro por parte del BCV son operaciones que no afectan directamente la liquidez, ya que constituyen una simple recomposición de los pasivos no monetarios del BCV, aún y cuando afectan la capacidad de gasto público y por lo tanto las relaciones Gobierno Central-Público, incidiendo así sobre la liquidez monetaria.

A diferencia de los casos antes señalados, debe destacarse que los ingresos fiscales captados por el Gobierno Central que proceden del público y del Sistema Bancario Nacional, contraen la liquidez monetaria directamente, afectando bien el

efectivo en poder del público o las reservas bancarias, efectos que a su vez se transmiten a la expansión secundaria de dinero <sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Para un análisis detallado sobre este aspecto, véase: Luis Zambrano Sequín y Rafael Muñoz, Implicaciones Monetarias de la Política Fiscal, IIIES-UCAB, febrero, 1988.

## **PARTE II. HACIA UNA REFORMULACION DE LA POLITICA CAMBIARIA**

### **CAPITULO III. CONCEPTUALIZACION Y NATURALEZA DE LA POLITICA CAMBIARA**

#### **1. Significación de la Política Cambiaria**

En general, puede decirse que existen dos tipos de políticas e instrumentos de acción económica, aquellas que están dirigidas a producir un ajuste en el nivel del gasto agregado y las que producen una reasignación de dicho gasto. La política cambiaria corresponde, fundamentalmente, a este último tipo <sup>8</sup>.

En efecto, el ajuste y manipulación del tipo de cambio, sea éste directo o indirecto, es la política reasignadora de recursos por excelencia, sobre todo en una economía que muestre un alto grado de apertura exterior; ya que la modificación cambiaria altera la composición de la demanda interna en lo que se refiere a la participación de la producción nacional y de los bienes y servicios importados. En este sentido, el efecto del tipo de cambio se centra más en la estructura de la producción y el intercambio internacional que en su nivel global; asimismo, afecta la composición de las exportaciones y las importaciones, dada las diferentes sensibilidades de cada industria ante las modificaciones en los niveles de precios e ingresos a que las alteraciones del tipo de cambio dan lugar.

Obviamente, la tasa de cambio, su nivel y el sentido de su variación, están directamente asociadas a la estructura de precios que prevalece en la economía, sobre todo si, como en nuestro caso, las importaciones tienen un carácter estratégico en la evolución y naturaleza del sistema productivo. Asimismo, el tipo de cambio se transforma en una de las principales herramientas de la política económica cuando esta se centra en la promoción de los cambios estructurales dirigidos a reasignar los recursos con el fin de superar las restricciones externas

---

<sup>8</sup> Una clara caracterización de la política cambiaria puede ser examinada en: Tibor Scitovsky, "La Balanza de Pagos y la Política Económica", recopilada en R. French-Davis, Intercambio y Desarrollo, Fondo de Cultura Económica, México, 1981.

al crecimiento que, en general, exige de una creciente participación de los sectores productores de bienes transables susceptibles de ser exportados.

De hecho, la necesidad de una mayor rentabilidad en las exportaciones, ha sido el principal indicador de la exigencia de la toma de acciones cambiarias como medio para reducir el déficit de balanza de pagos, modificar la asignación de recursos y elevar la competitividad de los sectores productores de bienes transables internacionalmente, ofreciendo un marco global en el cual se inscriben y desarrollan otros medios e instrumentos de política que, a diferencia de las medidas cambiarias, tienen un carácter más selectivo y discriminador.

Esta conexión entre la política cambiaria, los desajustes en el sector externo y la estructura de precios relativos, no implica que en cualquier circunstancia un reajuste cambiario sea requerido en forma inevitable. Un ajuste en los precios relativos puede no ser necesario en algunos casos para restaurar el equilibrio externo. Es posible que con políticas de manipulación directa del gasto agregado de corte fiscal y/o monetario, puedan corregirse las presiones desequilibradoras existentes sin incurrir en elevadas pérdidas en términos de producto y empleo. Asimismo, pueden producirse mejoramientos en el grado de competitividad, incidiendo sobre los precios relativos pero por la vía indirecta de cambios en la demanda agregada, sobre todo a partir de la implantación de políticas de ingresos (subsidios, control de precios, transferencias) <sup>9</sup>.

Es decir, las variaciones transitorias en los términos de intercambio, o las salidas no recurrentes de capital asociadas a estas, no exigen necesariamente intervenciones sobre el precio de las divisas en moneda nacional. Estos desequilibrios eventuales, e incluso cíclicos, pueden ser afrontados, bien con políticas de demanda o con la utilización de reservas internacionales y control de cambios, que permitan mantener los tipos de cambio nominales estables y, por esta vía, alterar el sistema de precios relativos y con ello la asignación de recursos.

---

<sup>9</sup> Sobre este aspecto ver: G.G. Johnson, Formulation of Exchange Rate Policies in Adjustment Programs, Occasional Papers, F.M.I., N° 36.

La situación es totalmente diferente en el caso de variaciones permanentes que hacen inevitables un ajuste en el sistema productivo interno. Es obvio que un desequilibrio externo producido por factores permanentes o recurrentes (deterioro a largo plazo del mercado petrolero, cerramiento creciente del sistema financiero internacional, etc.) no puede ser cubierto en forma indefinida con la utilización de reservas internacionales, entradas de capital internacional o a través de restricciones cuantitativas al comercio y a las transacciones financieras. En estas circunstancias, por razones de hecho o por objetivos de las políticas económicas de mediano y largo plazo, el mantenimiento del equilibrio externo exigirá una reducción de los precios internos con relación a los externos, que promuevan la exportación y la sustitución de importaciones. Es decir, el establecimiento de mecanismos de redistribución que favorezcan a los productores de bienes comercializables y castiguen a los de no transables.

Es claro que los gobiernos siempre se resistirán a producir movimientos de reasignación de recursos por sus claros efectos redistribuidores y desestabilizadores, además del corte contractivo e inflacionario que estos tienden a tener, sobre todo en el corto plazo. Esta resistencia es particularmente aguda en circunstancias en las cuales existen elevados niveles de reservas internacionales y una fuerte significación del sector público en la economía, como en el caso venezolano. En una situación como esta, el Gobierno prefiere controlar las importaciones mediante el control de cambios, aranceles, restricciones cuantitativas, licencias de importación y exportación, subsidios fiscales y financiamiento discriminatorio; evitando en lo posible la modificación de la tasa de cambio, instrumentándose por lo tanto un sistema complejo de intervenciones que muy fácilmente deviene en una estructura irracional de decisiones que se expresa rápidamente en una ineficiente asignación de recursos que encarece, social y políticamente, el ajuste posterior que tarde o temprano debe producirse.

El diferimiento de las decisiones cambiarias en circunstancias donde operan factores de carácter estructural que explican el desequilibrio externo, producen como ha sido en nuestro caso, un intervencionismo creciente sobre los aspectos claves de la economía, pretendiendo compensar los efectos que la

sobrevaluación de la moneda (tipo de cambio oficial) y la brecha cambiaria con respecto a la tasa prevaleciente en el mercado libre de divisas produce. Sin embargo, esto acumula fuertes tensiones, haciendo a la postre indispensable simplificar el sistema de controles recurriendo a la devaluación. En estas circunstancias, la devaluación implica un gran ajuste en el tipo de cambio dado el atraso acumulado y el carácter volátil de las expectativas que tal situación provoca.

En todo caso, y no sólo en el contexto de América Latina, hay un incremento en la significación y énfasis en el uso del tipo de cambio como instrumento activo de la política económica, consecuencia de la creciente atención que están ocupando en los programas económicos las reformas estructurales del aparato productivo. Es decir, que a la presencia de situaciones típicas donde el tipo de cambio es un problema, tal como con el exceso de demanda y precios relativos incorrectos, se adiciona una percepción más clara en torno a la efectividad del tipo de cambio para inducir cambios en la asignación de recursos. Este aspecto es de significativa importancia, ya que se está llegando a un amplio consenso según el cual las reformas estructurales necesarias sólo pueden alcanzarse tras una profunda alteración del sistema de precios relativos, mientras que cada vez más se confía menos en las posibilidades correctivas y promotoras del crecimiento de las medidas controladoras que tradicionalmente afectan la administración de divisas, el arancel, el crédito, etc.

Este rol de corrector de los precios relativos que se le está asignando crecientemente al tipo de cambio, adquiere mayor relevancia en situaciones en donde es mayor la inflexibilidad de los precios a la baja. En efecto, la existencia de estructuras imperfectas en el mercado de bienes y factores, tanto por razones naturales como por efecto de la aplicación de políticas económicas (por ejemplo: las políticas proteccionistas para la sustitución de importaciones), hacen que el tipo de cambio sea particularmente efectivo por su acción global sobre los precios de todos los bienes y servicios diferenciando los bienes comercializables de los no transables en el mercado internacional, y los bienes transables entre sí, dadas las diferentes elasticidades a los precios que los afectan. En este sentido, una política cambiaria activa constituye un instrumento básico para combatir los

obstáculos al ajuste que provoca la inflexibilidad de precios a la baja, tan característica en los países subdesarrollados y por supuesto de Venezuela, sobre todo a nivel del mercado de bienes <sup>10</sup>.

## **2. La Política Cambiaria y el Ajuste Interno y Externo**

Por la vía de la modificación de los precios relativos, una política cambiaria activa afecta no sólo la estructura de la producción, sino también el nivel de actividad económica y la estabilidad del nivel de precios. Asimismo, las alteraciones en el tipo de cambio actúan sobre los agentes económicos tanto desde el lado de la demanda como de la oferta, y sobre el movimiento autónomo de capitales afectando por esta vía el funcionamiento del sistema financiero nacional.

La conexión del tipo de cambio con la demanda agregada se centra esencialmente sobre la composición de ésta y así sobre la estructura de la producción. En el caso de una devaluación, ésta canaliza demanda por dos vías fundamentales: por un lado, eleva los precios de los bienes transables en relación a los no comercializables y de esta manera desvía la demanda de las importaciones a sus sustitutos y de los bienes exportables a los no exportables. Por otra parte, desvía la demanda y los recursos del exterior hacia el país, incentivando las exportaciones.

La relación entre la devaluación y el ajuste, se remite también a los efectos de la política cambiaria sobre la distribución del ingreso y por tanto también sobre el nivel de demanda agregada. Las implicaciones distributivas de la devaluación (o de la apreciación cambiaria), ha sido un elemento destacado progresivamente para explicar los efectos contractivos, sobre todo a corto plazo, que se asocian al ajuste del tipo de cambio. Principalmente, en aquellas situaciones en donde el mejoramiento de la balanza de pagos se debe más a la reducción de la capacidad de absorción interna que a la predominancia de un efecto sustitución que promueva las exportaciones y la sustitución de importaciones.

---

<sup>10</sup> Ver: G.G. Johnson, Op. Cit.