



BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

Un enfoque sobre la inflación en Venezuela: Orígenes y Soluciones

Luis E. Rivero M.

9



Cuadernos BCV Serie Técnica

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

Después de una introducción sobre aspectos básicos de la relación entre inflación y dinero, en el trabajo se examinan los factores que generan presiones inflacionarias en Venezuela. Especialmente se enfoca la atención hacia la influencia que ejerce la tasa de cambio en ese proceso. De allí se pasa a proponer posibles soluciones en términos de políticas de corte estructural, de ingresos, fiscal, monetaria y cambiaria, al proceso de crecimiento patológico de los precios en el país.

Un enfoque sobre la inflación en Venezuela: Orígenes y Soluciones

Luis E. Rivero M.

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA

Un enfoque sobre la inflación en Venezuela: Orígenes y Soluciones

Luis E. Rivero M.

DIRECTORIO

Antonio Casas González
Presidente

Carlos Hernández Delfino
Alfredo Lafée
Domingo Maza Zavala
Luis E. Rivero Medina
Roosevelt Velásquez

Freddy Rojas Parra
**(Representante
del Ejecutivo Nacional)**

Teodoro Petkoff
Suplente

ADMINISTRACION

Antonio Casas González
Presidente

Hugo Romero Quintero
Primer Vicepresidente

Eddy Reyes Torres
Segundo Vicepresidente

PRODUCCIÓN EDITORIAL

**Gerencia de Comunicaciones
Institucionales
Departamento de Publicaciones
ISBN: 980-6395-30-1
ISSN: 1316-2292**

**Información:
Departamento de Publicaciones BCV**
Torre Financiera, piso 14, ala sur.
Esquina de Las Carmelitas.
Dirección Postal: Apartado 2017. Carmelitas
Caracas 1010
Teléfonos: 801.80.75 / 83.80 / 52.35
Fax: 801.87.06
Internet: <http://www.bcv.org.ve>

Comité de Publicaciones

Carlos Hernández Delfino
Armando León Rojas
Marcos Sandoval
Manuel Lago Rodríguez
Mary Batista Lorenzo
Rafael J. Crazut
Mary Batista Lorenzo
Maritza Reyes Santana (*Secretaria Técnica*)

Las ideas y opiniones contenidas en los Cuadernos BCV, Serie Técnica, son de la exclusiva responsabilidad de sus autores y se corresponden con un contexto de libertad de opinión en el cual resulta más productiva la discusión de los temas abordados en la serie.

Indice

I Las raíces de la inflación en Venezuela	7
1. Antecedentes básicos	
2. El caso venezolano	
<hr/>	
II El programa antiinflacionario	17
1. Reforzamiento de los procesos de la economía de mercado	
2. Decisión política	
3. Política fiscal	
4. Política de ingresos (o política heterodoxa)	
5. Política monetaria y cambiaria	
<hr/>	

I Las raíces de la inflación en Venezuela

1. Antecedentes básicos

Un período de aumentos de precios puede comenzar por **cualquier** causa. Pero la persistencia del mismo sólo puede basarse en la posibilidad de **financiarlo**. Y el financiamiento de un aumento sostenido del nivel general de precios, que es lo que los economistas entienden por inflación, tiene solamente dos vías para llevarse a cabo: mediante el incremento de la cantidad de dinero a disposición de la economía y/o a través de aumentos de la velocidad de circulación de ese dinero. Si un artículo dado cuesta hoy 10 bolívares, y cuando se vuelva a medir su precio está en 15 bolívares, y luego pasa a 22, a 26, a 33, etc., se necesitan, luego del nivel inicial de precios (10 bolívares), 5, 7, 4, 7, etc., más bolívares para adquirirlo. O que los mismos 10 bolívares que costaba inicialmente pasen de una mano a otra, en promedio, a mayor velocidad. Esto es lo que se quiere decir con lo de financiar la inflación.

A menos que se trate de situaciones hiperinflacionarias, la velocidad de circulación del dinero no tiende a aumentar continuamente. Este es el caso de Venezuela. Por lo que la atención, en general, suele

dirigirse hacia el comportamiento de los agregados monetarios a la hora de buscar explicaciones al problema inflacionario.

La influencia del dinero sobre el comportamiento de los precios suele ser indirecta y a menudo ocasiona reacciones de los últimos, con rezagos. Por estas dos razones es difícil encontrar la conexión entre esas dos variables en muchas oportunidades, pero hay hechos. Para empezar, en una economía con ausencia de dinero —es decir, en una economía de trueque— es imposible que haya inflación: aumentos de precios de algunos bienes significa, relativamente, la disminución de los precios de aquellos bienes con respecto a los cuales los primeros se cotejan. Por lo cual, el nivel general de los precios tiende a no modificarse, a no haber inflación¹.

Por otro lado, países que no emiten su propio dinero sino que usan el de otras naciones, exhiben niveles de inflación muy bajos. En este caso, el conseguir ese dinero de otras naciones se hace en base a ofrecer algo —como servicios financieros—, por ejemplo. Este último “algo” significa mantener una actividad que aumenta el

1 Si en esa economía de trueque, un bien que fungiera como dinero —es decir, que se usara en buena medida como unidad para comparar el precio de los demás bienes y para intercambiarlos— fuera incrementado en cantidad disponible para el mercado (porque se produjera, encontrara, cazara o extrajera), su precio bajaría con respecto a los precios de los otros bienes. Habría una modificación de los *precios relativos*. Tal como se concibe modernamente la inflación, su aparición y permanencia supone modificación de los *precios absolutos* de la economía. En una discusión profunda sobre la materia tal vez habría que llegar a la conclusión que todo depende del *grado* en que el bien que sirve como dinero sea incrementado. Y quizás aquí sí se despejen las dudas: en las inflaciones conocidas modernamente, los metales que han sido utilizados como dinero o mejor aún, el dinero fiduciario empleado, han crecido en gran cantidad y de allí que la relación sea directa: a más dinero excedentario en circulación, más inflación.

producto. Luego, el dinero que atraen, tiene su base en la producción. De ahí su baja inflación. Ejemplos de países que no emiten su propio dinero son Panamá y Liberia, los cuales muestran cada uno, las tasas de inflación más bajas de sus respectivos continentes. De estos ejemplos no se debería saltar a la conclusión que lo que hay que hacer es usar solamente el dinero de los demás para bajar la inflación, pues tal hecho también tiene sus costos. Lo que se intenta hacer es llamar la atención sobre la relación entre emisión no conveniente de dinero e inflación².

Además, en los casos en los cuales la emisión de dinero se ha basado exclusivamente en la tenencia de metales preciosos, los aumentos de precios han ocurrido en los períodos en los cuales se ha incrementado la disponibilidad de esos metales. Nuevamente: a más dinero ha correspondido mayor inflación. Es el caso de España en el siglo XVI.

Y luego, al examinarse los casos de inflación que ha habido a lo largo de la historia, siempre ha aparecido el exceso de emisión monetaria como el acompañante natural del problema. Como regla casi general, los conflictos bélicos han constituido el detonante. En el siglo XX también ha sido así, aunque las inflaciones que han aparecido desde los años ochenta han comenzado usualmente por el problema de la deuda externa que ha llevado a algunos países a incurrir en cuantiosos déficit fiscales monetizados.

De hecho, la historia de las hiperinflaciones es la historia de los déficit fiscales, **monetizados**. En términos más generales todavía: **todos los episodios inflacionarios han surgido de algún tipo de shock interno o externo, que ha dado origen al déficit fiscal**. Nuevamente, el shock es un conflicto bélico, un problema político grave, la deuda pública, la caída del precio de un producto o artículo principal *staple*, el aumento de su precio, las políticas económicas imprudentes. Pero **luego ha venido la monetización del déficit**. Algunos analistas económicos coinciden en señalar los niveles de 10-12 por ciento del Producto Interno Bruto como los límites desde los cuales el déficit fiscal lleva a la hiperinflación.

Esta circunstancia de la relación entre gasto —financiado con más dinero o con la misma cantidad pero utilizada con más velocidad— e inflación, ha llevado a las dos facciones tradicionales del pensamiento económico, los que han propugnado más intervención del Estado en la economía —tal vez conspicuamente representados por los keynesianos— y los que creen en más libertad, a un grado mayor de acercamiento teórico cuando se trata de la explicación de la inflación que cuando la atención se dirige hacia otros problemas, como el del crecimiento económico. Parece prudente, entonces, partir de esta relación entre demanda agregada e inflación, para analizar el caso venezolano. Se llamará la atención asimismo sobre otras variables que entran en el proceso.

² Teóricamente, si la moneda patrón, es decir, la utilizada por el país que no emite su propio dinero, sufriera una depreciación por su inflación interna, el país en cuestión tendería a ver modificados sus términos de intercambio, es decir, la relación entre sus precios internos y la de los demás países. Pero en tal situación, la probable reacción del país recipiente de la moneda extranjera sería abandonar esta última, al menos después de un período en el que se reconociera lo que estaba sucediendo.

2. El caso venezolano

Venezuela ha estado viviendo situaciones de incremento del Índice de Precios al Consumidor del orden de dos dígitos, desde 1983. No escapa el **inicio** de tal problema, al menos desde el punto de vista temporal, a la mencionada aparición de un shock: la caída del ingreso petrolero y la revelación de la situación de la deuda externa. Pero siendo consistentes con lo expresado antes sobre la relación entre demanda agregada y crecimiento de los precios, es lógico hurgar con más profundidad en esta correspondencia. Y parece conveniente analizar lo que sucede en el mercado cambiario porque allí puede residir en gran medida, el problema.

Con un tipo de cambio flexible —bajo cualquier modalidad de éste— se tienden a disminuir los desequilibrios de la balanza de pagos, pero asimismo aumenta la vulnerabilidad de la economía doméstica a la inflación: las variaciones de los agregados monetarios pueden influir más fuertemente sobre los precios y la tasa de cambio. Y las modificaciones de la última, a su vez, inciden de nuevo sobre los precios por la vía de los costos, la demanda agregada y las expectativas. En otras palabras, en general, los países que han escogido administrar su mercado cambiario mediante un sistema flexible, han vivido episodios de empeoramiento de la inflación y de depreciación de la tasa de cambio: en ellos, se tiende a generar un proceso acumulativo de

depreciación-inflación, si se dan ciertas condiciones como las presentes en la economía venezolana³.

Teóricamente, ha habido distintas interpretaciones al problema de la relación entre la tasa de cambio flexible y la inflación. Desde autores como Ricardo y Cassel, quienes partiendo de la teoría cuantitativa del dinero han dado lugar a esquemas como “la teoría de un solo precio” o “la teoría de la paridad del poder de compra”, con sus énfasis monetarios o no monetarios, hasta enfoques como los de Fischer, Frankel, M. Friedman, B. Friedman, Mundell-Fleming, Dornbusch, Bronson, Bond, Batten-Ott, etc., con distintos acentos estáticos o dinámicos o en variables como los agregados monetarios, demanda de dinero, tasa de cambio nominal o real, arbitraje, tasas de interés internas o externas, elasticidades al precio (condición Marshall-Lerner) y al ingreso, balanza de pagos, comercial y de capitales, expectativas adaptantes y racionales, equilibrio de cartera, indexación, etc.

Ahora, para construir una explicación a la inflación en el país, hay que empezar por reconocer que la economía venezolana presenta **rasgos estructurales** muy peculiares, los cuales se pueden sintetizar en:

- Su carácter petrolero.
- Su alta dependencia fiscal y cambiaria de las divisas petroleras.
- Ser pequeña y muy abierta.
- El importante componente de insumos

3 Por supuesto, no se debe identificar cambio flexible con inflación y cambio fijo con *flación*, es decir, estabilidad de precios. Con cambio fijo y laxitud monetaria o fiscal, se tienden a afectar las reservas internacionales y luego a producirse apreciación de la tasa de cambio real, lo que finalmente lleva a la devaluación de la tasa de cambio nominal. Y de allí a su impacto sobre los precios. Se trata de situaciones relativas: con cambio flexible, el tránsito hacia la inflación es más directo al haber políticas imprudentes o shocks de la economía.

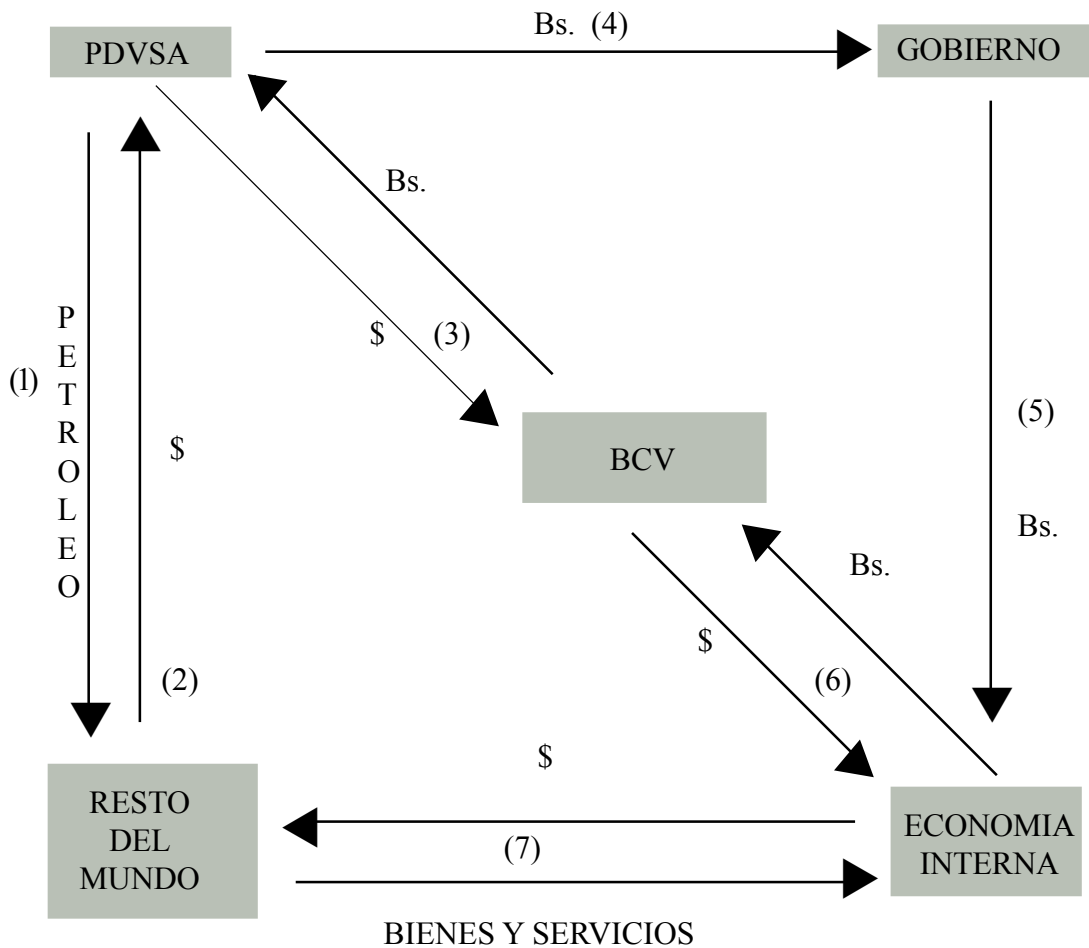
importados para el aparato productivo interno, así como de bienes de capital.

—La separación del sector petrolero del resto de la economía.

—La fuerte presencia de elementos oligopólicos en el proceso de formación de precios.

En el contexto de esos rasgos estructurales, el **financiamiento** de la economía venezolana **pareciera** ser un proceso equilibrado, tal como se muestra en el esquema siguiente.

El financiamiento de la economía venezolana



En ese esquema, Pdvsa exporta petróleo al resto del mundo (1), quien le retribuye en dólares (2). Estos son convertidos en bolívares, a la tasa de cambio vigente, en el Banco Central de Venezuela (3). Con esos bolívares paga impuestos al Gobierno (4), quien los gasta fundamentalmente en la economía interna (5). Esta última utiliza los bolívares para obtener dólares en el Banco Central (6) y con esos dólares compra bienes y servicios en el resto del mundo (7)⁴. El circuito luce así equilibrado: se comienza por exportar petróleo, el cual se convierte al final en bienes y servicios importados. Los dólares entran pero luego salen y los bolívares son creados en el Banco Central mediante la entrega de dólares al Instituto emisor, quien luego los devuelve, destruyendo los bolívares correspondientes.

Sin embargo, un examen más profundo del comportamiento de la economía sugiere **la presencia de elementos inflacionarios** en ella. Veamos.

a) En Venezuela, los ingresos fiscales dependen en gran medida de las exportaciones petroleras. Por lo tanto, buena parte del gasto público crea base

monetaria: el Fisco Nacional es agente de la política monetaria en este peculiar sentido y el Banco Central no tiene autonomía en la gerencia de ese componente exógeno del dinero primario. De las fuentes de base monetaria, las reservas internacionales netas constituyen el componente más importante, pues en general, doblan en importancia a los activos internos netos⁵.

Ese gasto fiscal no financiado por impuestos internos y que inyecta base monetaria, es netamente expansivo, es decir, creador de demanda agregada. En la medida que aumenta la tasa de cambio, se producen más bolívares por cada dólar que ingresa al país. Por ejemplo, de 1983 hasta 1997, la tasa de cambio había pasado de Bs. 4.30 por dólar, a más de Bs. 484 por dólar. En esa dirección se ha incrementado dicha demanda agregada. Ciertamente, la oferta agregada interna no ha crecido en la misma proporción. Lo que es más, en algunos años, el crecimiento del PIB ha sido negativo. De tal forma que en esa discrepancia entre creación de **demandas agregadas** y creación de **oferta agregada**

4 Este es un esquema y por lo tanto, se omiten complicaciones de la vida real, como el hecho de que Pdvsa también gasta internamente parte de esos bolívares creados por la entrada de divisas al país.

5 La base monetaria es el conjunto de los fondos retenidos por los bancos y el público, y los depósitos de los bancos en el Banco Central. Dicho de otra manera, es el agregado de reservas bancarias y efectivo que sirve de fundamento para la creación del resto del dinero —en este caso, de los bancos— que constituye el total de medios de pago con que cuenta la economía u oferta monetaria. Tiene dos fuentes de creación —y en sentido contrario—, de destrucción: la entrada de reservas internacionales netas y el total de activos internos netos del Banco Central. A su vez los activos internos netos del Banco Central tienen varios componentes: los créditos que otorga el ente emisor, los depósitos de otros entes en el BCV, generalmente agentes oficiales (como el Gobierno, Pdvsa, FIV, Fogade) y los títulos que emite la autoridad monetaria. De estos tres componentes de los AIN del BCV —haciendo referencia sólo a los más importantes— el primero está ligado directamente a la creación de base y los otros dos, inversamente.

interna debe residir una fuente de impulsos inflacionarios⁶.

El crecimiento de los ingresos petroleros —origen de la mayor parte del ingreso total de divisas— no conduce siempre a un aumento similar de la oferta porque el sector petrolero es prácticamente un enclave económico en Venezuela: genera poco empleo directo en comparación con el empleo total del país, produce escasa difusión tecnológica y sirve mercados ajenos a los usuales para el resto de la economía interna. Es distinta esta situación a la de un país en el cual la producción interna esté atomizada: el crecimiento de las exportaciones de ese país —y por ende, el aumento de los ingresos de divisas y de base monetaria— corresponderá a un incremento del empleo y en general, de la actividad económica. En otras palabras, es posible tener en Venezuela una situación en la cual un auge petrolero no sea correspondido por un crecimiento similar del producto no petrolero, pero sí de la demanda agregada.

Además, el ingreso petrolero puede no generar un incremento ni siquiera del mismo monto, de la **oferta agregada de origen externo**. Esto es así mientras las reservas internacionales muestren un nivel positivo —lo que significa— creación de base monetaria sin su correspondiente monto de importaciones; mientras el mismo dólar pierda poder adquisitivo *per se* en el resto del mundo, porque allí también se experimenta un proceso de crecimiento de los precios; y mientras parte de esos bolívares en número creciente

originados por cada dólar, se dirijan hacia la oferta nacional de bienes no transables, los cuales no aumentan al mismo ritmo que esa entrada de dólares al país.

Finalmente, y tal vez lo más importante, la generación exógena (de acuerdo a lo explicado en el párrafo previo) de demanda agregada que beneficia al gobierno, le permite a éste gastar y por lo tanto, crear presiones sobre los precios (dada la inelasticidad, en general, menor, de la oferta agregada) antes de que haya respuesta por parte de las importaciones. Es algo similar a una situación en la que el Banco Central permitiera un crecimiento de la base monetaria en un momento dado para financiar el gasto público: aún si recogiera inmediatamente después esa base monetaria inyectada a la economía, el daño ya se habría producido, aunque se cortara ulteriormente su efecto expansivo completo al ejercer la autoridad monetaria su acción contractiva.

Por supuesto, todas estas ideas van en contra de la noción que puede existir de que, al aumentar la tasa de cambio (devaluación), así como por cada dólar ingresado se crean más bolívares, también por cada dólar egresado se destruyen (equivalentemente) más bolívares. Es decir, que la política cambiaria es neutral. Puede no serlo, y en Venezuela las posibilidades de que ocurra esto último son altas, en base a los argumentos que se acaban de presentar.

Por esa particular relación entre la creciente demanda agregada nominal que crea

6 Se trata en este caso de una modificación *no proporcional* de la demanda y oferta agregadas, que además es dinámica en el sentido de que mientras continúe la depreciación (o devaluación, dependiendo de lo que se trate) del tipo de cambio, habrá más creación de medios de pago internos (bolívares, en el caso de Venezuela). En esto se diferencia de *una* devaluación dada, que establezca luego el tipo de cambio. En este último caso, se trata de la clase que lleva el nivel de precios de un escalón a otro superior pero que no tiene inclinación positiva.

el gasto público y la oferta agregada —en sus componentes externos, pero sobre todo, internos— **el crecimiento del gasto público nacional tiene la característica de que le confiere al presupuesto nacional un carácter expansivo aun si está equilibrado**⁷. Un ejercicio mental puede ayudar a comprender mejor el punto: supóngase que el país no tiene deuda externa y que se decide devaluar el bolívar, al punto que la masa de nuevos bolívares que se crea por cada dólar es tal que se cierra el déficit fiscal. **En tal caso no habría déficit pero se puede imaginar sin mucho esfuerzo que la inflación sería muy grande**⁸. Por supuesto, si además el presupuesto fiscal es deficitario, su carácter expansivo es aún mayor. En relación al efecto del déficit fiscal sobre el crecimiento de los precios, el punto se tratará en lo relativo a la parte fiscal del programa antiinflacionario. La conclusión de política económica antiinflacionaria que se deriva es prácticamente directa: **si se desea evitar que el gasto público**

genere presiones inflacionarias en el país, o el gobierno acumula voluntariamente un superávit de consideración —con todas las implicaciones económicas y político-sociales que esto supone— **o la política cambiaria se enrumba hacia la creación de menos bolívares por cada dólar de ingreso petrolero**⁹. Sobre este punto se volverá en la segunda parte del trabajo, al considerar la política antiinflacionaria por el lado monetario. b) Un examen de la evolución de la tasa de cambio nominal desde el abandono del patrón de cambio fijo, muestra su alta asociación con el comportamiento del Índice de Precios al Consumidor.

Desde la implantación de la política de sustitución de importaciones en la década de los sesenta, el sector productivo nacional ha dependido fuertemente de la importación de bienes intermedios y de capital. Este hecho implica entonces que el comportamiento de la tasa de cambio tiene un notable impacto sobre los costos de producción y los precios de los

7 Lo explicado en los párrafos precedentes se puede poner en otros términos: gran parte de las presiones inflacionarias del país hay que buscarlas en el hecho de que el *déficit fiscal primario* (diferencia entre generación de ingresos de origen interno y gasto) es muy grande en Venezuela. Aún si el déficit fiscal total se hiciera desaparecer, en la existencia del déficit fiscal primario todavía habría presiones inflacionarias que crecerían en la medida que a cada dólar petrolero le sean “sacados” más bolívares para gastar internamente.

8 En la nota anterior (6), se explicó la diferencia entre devaluar por una vez y hacerlo continuamente, que es la clase de diferencia que hay entre *un* aumento general de precios e inflación. Pero además, devaluar significa modificar la relación entre precios del país y del resto del mundo, de tal manera que al producirse la devaluación, *ceteris paribus*, el país en cuestión se hace más barato para el resto del mundo, y el resto del mundo, más caro para el país que devalúa, con sus efectos sobre importaciones, exportaciones y otros flujos.

9 El compromiso adquirido por Venezuela con el FMI en 1996, por medio del cual el Gobierno se comprometió a pagar deuda externa si el ingreso petrolero traspasaba cierto umbral, es un reconocimiento al hecho de que la mayor entrada de dólares y la creación paralela de más bolívares, si se dedica a ser gastados dentro del país, tiende a crear presiones inflacionarias. Y esto, aún en presencia de la mayor disposición de dólares, que significa mayor posibilidad de adquirir cantidades adicionales de bienes y servicios del resto del mundo, es decir, de generar oferta agregada mayor.

bienes terminados —tanto nacionales como importados—.

Como la estructura productiva nacional se caracteriza por la existencia de un número relativamente limitado de oferentes, la persistencia de formas oligopólicas de organización del mercado supone que los incrementos de costos originados en los aumentos de la tasa de cambio se trasladan en gran medida a los precios, al menos en el largo plazo.

c) A esta última circunstancia hay que añadirle la generación de expectativas inflacionarias que tienen un indicador visible en la tasa de cambio, en una economía que desde 1983 ha experimentado tasas de crecimiento de los precios del orden de los dos dígitos, los cuales además han estado alrededor o sobre el 30% durante un período de más de diez años. La existencia de un componente inercial del aumento de los precios tiende a hacerse inevitable. Ese componente inercial tiene dos características. Por un lado se basa en la creación de una conciencia clara de la pérdida de poder adquisitivo del ingreso que no se ajusta instantáneamente al aumento de precios. En esa situación, los contratos tienden a incorporar cláusulas que al menos tratan de resarcir la pérdida de poder adquisitivo. Es el caso entonces de la indexación hacia atrás, el cual constituye una rémora difícil de eliminar a la hora de poner en práctica programas ortodoxos de control inflacionario —es decir—, basados en el objetivo de eliminar el carácter inconvenientemente expansivo de la demanda agregada.

Por otro lado, no sólo se extrapola el conocimiento de la inflación pasada, sino que se incorporan elementos que tienden a proteger contra riesgos futuros. La incertidumbre, especialmente en relación a

las políticas económicas a ponerse en práctica ante la inestabilidad que significa el proceso inflacionario mismo, constituye la principal motivación para incrementar la tasa de crecimiento de los precios, mirando hacia adelante.

El papel de las expectativas es importante en el contexto de la lucha contra la **inflación crónica moderada**, como es el caso del proceso venezolano.

Al igual que en la situación examinada de la creación de presiones inflacionarias por exceso de demanda a través del gasto público emanado del ingreso petrolero, **el traslado a los precios internos de los incrementos en la cotización del dólar por la vía de la tasa de cambio en aumento, obliga a considerar con atención a esta última en cualquier programa antiinflacionario.**

Con la idea de **integrar** tanto el proceso de creación de presiones inflacionarias por la vía del aumento de la demanda agregada como por el de la incorporación de los incrementos de la tasa de cambio a los precios internos, y de la retroalimentación que se produce del aumento de los precios a la tasa de cambio, se **resumirá** a continuación el problema de las causas de la inflación en el país.

Desde el primer tercio de la década de los setenta, Venezuela pierde su tradicional estabilidad de precios. En esa oportunidad, tal pérdida de estabilidad se asocia al aumento de los precios del petróleo y, por lo tanto, del ingreso en divisas al país. En general, hasta 1983, sin embargo, la inflación tiende a permanecer en el rango de sólo un dígito, con la excepción de períodos en los cuales los precios se liberan tras el mantenimiento de

controles sobre los mismos¹⁰. La tasa de cambio se mantiene fija.

En 1983, al decidirse la modificación de los niveles de la tasa de cambio y con la carga por delante de la caída de los precios del petróleo y la aparición del problema de la deuda externa, las tasas de crecimiento de los precios pasan al estadio de los dos dígitos, tal como fue señalado antes. El proceso de devaluaciones que se inició ese año marca la presencia del shock que diversos autores han señalado como necesario para iniciar el ciclo acumulativo de devaluación —o depreciación— e inflación.

Las devaluaciones sucesivas afectan los costos de producción y los precios de los bienes terminados. El aumento de los niveles de precios agudiza las peticiones de incrementos salariales para compensar —aunque si bien es cierto, sólo parcialmente— el deterioro del poder adquisitivo del ingreso real. A este movimiento reivindicativo se suman los precios y tarifas de los bienes y servicios públicos, los cuales, junto con los incrementos salariales refuerzan el aumento de los costos y de los precios generales de la economía. El aumento nominal del gasto público viene a continuación.

Ese proceso acumulativo se financia con el incremento del número de bolívars que se inyectan a la circulación por la vía del gasto público. Como se explicó, la cada vez mayor cantidad de bolívars que agitan la demanda agregada proviene de la devaluación del bolívar

desde 1983 hasta 1989 y de su depreciación y devaluación desde entonces. Ante la presencia de aumentos moderados del PIB o su disminución en algunos años —y sólo su incremento abrupto en 1991 y 1992 por razones no recurrentes— ese aumento continuo de la demanda agregada crea el escenario de presiones inflacionarias que tienden a ser sostenidas. En esta secuencia falta por examinar **la relación entre la oferta y la demanda de dinero**.

El aumento de la base monetaria hace que la cantidad total de dinero o disposición de la economía se incremente varias veces a través del trabajo del multiplicador monetario. Si la cantidad de esa oferta monetaria que los agentes económicos en su conjunto desean retener con ellos —demanda de dinero— no crece en la misma proporción, lo que tal hecho significa es que dicho aumento del monto de dinero se dirige a la adquisición de bienes y servicios en la economía interna, o a la adquisición de dólares. Traducido: a aumentos en el nivel general de precios y de la tasa de cambio¹¹. Nuevamente con esto último aumentan las presiones de incrementos salariales, del gasto público, etc.

Muy importante: existen en el país contrastaciones empíricas del proceso descrito en las páginas anteriores. Por ejemplo, a través de modelos de carácter econométrico simultáneo y de vectores autoregresivos, los cuales le dan más validez al proceso descrito¹².

10 Para ser precisos hay que advertir que no son comparables los índices de precios cuando existen controles a los mismos que cuando se les deja en libertad. El peso de los controles es un elemento que tuvo importancia especialmente en los años 70, para explicar parcialmente la estabilidad de los precios en la época.

11 Por supuesto, suponiendo que la oferta agregada no muestra el mismo grado de respuesta.

12 Layrisse de Niculescu, Irene y Puente, Alejandro, “Flexibilidad Cambiaria e Inflación. Una Interpretación de la Hipótesis del Círculo Vicioso Referida a la Economía Venezolana”. Revista BCV, 4, 1992, pp. 141-199.

Esquemáticamente, y antes de pasar a considerar la estrategia en la lucha antiinflacionaria, el problema de crecimiento

sostenido de los precios sigue la secuencia que se ofrece a continuación:

El proceso inflacionario de Venezuela

Shock —> devaluación (depreciación) —> incremento de costos —> aumento de precios —> alza de salarios —> incremento del gasto público nominal —> crecimiento de la base monetaria —> aumento de la oferta monetaria —> discrepancia entre la oferta y la demanda de dinero —> crecimiento de los precios y la tasa de cambio, etc.

De tal forma que ante la presencia de **inflación moderada crónica**, lo lógico es

considerar la forma de combatirla. Es lo que se ofrece a continuación.

II El programa antiinflacionario

Dadas las distintas aristas del problema inflacionario y su condición de crónico en el país, su ataque debe venir desde varias

fuentes, **simultáneamente**. Se pasará revista a las mismas, desde las más generales a las más concretas.

1. Reforzamiento de los procesos de la economía de mercado

Las medidas antiinflacionarias a ser comentadas en los puntos que siguen, se refieren en general a la vertiente de la demanda agregada, al gasto agregado. Es decir, tienden a afectar esa parte del mercado. Pero un control de la inflación a largo plazo se facilita con el concurso de la **oferta**.

La idea de que el reforzamiento de los procesos económicos que se originan en el funcionamiento de la economía de mercado ayuda a combatir el crecimiento sostenido del nivel general de precios, descansa en el hecho comprobado por doquiera que la economía de mercado asigna mejor los recursos. Es decir, que tiende a responder a los problemas de qué, cómo y para quién producir, de manera más eficiente que cualquier otro arreglo social de la economía donde la libertad de los agentes económicos esté mediatizada. Este hecho se puede demostrar teóricamente con facilidad, pero a efectos de lo que se persigue en este trabajo, lo importante es que la experiencia real ha sido su mejor prueba.

Si la economía de mercado asigna más eficientemente los recursos, el crecimiento de la oferta agregada a un ritmo que se acerque a su potencial tiende más rápidamente a cerrar cualquier brecha que se haya creado con

relación a la demanda agregada. Y por consiguiente, a restarle impulso al aumento de los precios. La conclusión política de esto es asimismo directa: si se quiere combatir la inflación, sobre todo en un contexto de largo plazo, es conveniente afianzar los mecanismos de dicha economía de mercado.

Las medidas en esa dirección han sido ampliamente debatidas. Entre otras incluye: —Reducir el tamaño del sector público para que se afecte positivamente el presupuesto fiscal y para que el gobierno pueda cumplir más eficientemente su papel de oferente de bienes públicos —es decir—, de aquellos que tienen la característica de consumo no rival (*non-rival consumption*), y de ser no excluyentes (*non-excludability*) en algún grado. —No entorpecer el proceso de liberalización del comercio.

—Afianzar la aplicación de la Ley Antimonopólica.

—Descentralizar con la idea de mejorar la calidad de los servicios.

—Profundizar la desregulación del sector financiero buscando que disminuyan los costos de la intermediación, aumente la competencia y se pueda financiar mejor y más económicamente al aparato productivo¹³.

13 Por desregulación se entiende permitir que los procesos (la manera de llevar a cabo el financiamiento y el intercambio de bienes y servicios), los precios (tasas de interés), las cantidades (montos de los fondos), instituciones, instrumentos, leyes, etc., que conforman este mercado, estén en buena medida orientados al libre arreglo entre partes. Por supuesto, no indica ninguna tendencia en la dirección de relajar la supervisión y control, los cuales, por el contrario, han de fortalecerse.

—Profundizar y acelerar la reforma judicial, laboral y de seguridad social, de forma tal que incentiven la inversión.

—Avanzar en el proceso privatizador.

—En general, liberalizar el marco regulatorio para la actividad del sector privado nacional y extranjero, de tal forma de estimular su participación y creatividad. Por supuesto, la eliminación de cualquier tipo de control de precios y de lo que pueda convertir en lenta la permisión del desarrollo de ideas y proyectos productivos, son puntales básicos de esta estrategia.

—Enfatizar la calidad de la educación y la modernización de los procesos tecnológicos, como instrumentos para favorecer el incremento de la productividad del país.

Una advertencia adquiere pertinencia con relación a este punto: cualquier énfasis que se ponga en incrementar el producto que genere una sociedad, por muy exitoso que sea, será un elemento huero en la lucha contra la inflación si la demanda agregada se hace crecer continuamente por una cuantía superior al aumento de esa oferta total.

2. Decisión política

Puede parecer simple retórica de tanto desearse y hasta anunciarse, pero si no hay una decisión política en torno al combate antiinflacionario, poco se logrará. La decisión política se refiere a entrarle de frente al saneamiento de las finanzas públicas, por un lado, y a restarle importancia al crecimiento económico inducido por el lado del gasto público. El crecimiento económico a base de erogaciones fiscales casi siempre implica exacerbar las presiones inflacionarias. Sobre todo si se trata del crecimiento abrupto del tipo logrado en Venezuela durante 1991 y 1992, por ejemplo.

Si se hace memoria, desde 1973, aproximadamente, cuando se perdió para Venezuela su larga tradición de estabilidad de precios, pero especialmente desde 1983, cuando el problema se agudizó, **nunca había habido una verdadera decisión de luchar contra la inflación.** Al menos no desde el ángulo fiscal. El Banco Central debe ponerse aparte. El intento de 1996, al menos hasta el momento de escribir estas líneas, puede considerarse la excepción.

Cuando el esfuerzo fiscal se enrumba en la dirección correcta, además, debe ser **sostenido.** Si luego de lograrse algún éxito, la política fiscal se hace más laxa generalmente como respuesta a aumentos del desempleo, las recaídas en términos del retorno de tasas más altas de incremento de los precios le hace perder credibilidad a esfuerzos posteriores de enseriar la política antiinflacionaria. Ejemplos de países latinoamericanos en los cuales la lucha contra el aumento de los precios no ha sido constante son Colombia y Brasil.

En Colombia, el esfuerzo antiinflacionario se ha movido en ciclos, dentro de límites de 20%-30% de aumentos de los precios: cuando baja a los alrededores de 20%, la política de lucha contra la inflación tiende a perder fuerza y cuando se ha llegado al entorno del 30% se ha hecho más estricta. El presidente Gaviria (1990) tomó una decisión más fuerte de contener el proceso de aumento de los precios, al cual se sumó el hecho de la autonomía del Banco Central.

En Brasil se ha demostrado que se puede conseguir la estabilidad de los precios cuando políticamente se acepta este objetivo como prioritario. El régimen populista de Joao Goulart, depuesto en marzo de 1964,

había permitido tasas de inflación de 144 por ciento mediante el expediente de imprimir dinero. La junta militar produjo a continuación, más de una década de represión política pero también de milagro económico, mediante la decisión de combatir la inflación a través de políticas ortodoxas y heterodoxas. No sólo se logró la estabilidad monetaria sino que ésta permitió el crecimiento económico sostenido. Pero a mediados de los 70 resurgió la inflación porque se abrieron las puertas a las políticas expansionistas, ayudadas por el shock petrolero. De allí se ha andado en ciclos.

Es fácil perder la estabilidad de los precios y muy difícil recobrarla. Esto último supone generalmente sacrificios para todos porque el populismo apunta hacia lo popular, como el aumento del gasto público, de los subsidios, de los sueldos y salarios, de las exenciones fiscales, la disminución y el subsidio a los intereses, la fijación de techos a los precios de los bienes y servicios y a las tasas de cambio, la distribución de dádivas, el incremento de la nómina del sector público, etc. Estas medidas tienden a producir una sensación artificial de bienestar económico y prosperidad. Pero duran poco, a menos que se puedan financiar con recursos que sean abundantes en relación al tamaño de la población, como en las décadas pasadas en Venezuela.

En cambio, las políticas antiinflacionarias suponen hacer todo lo contrario.

Pero asimismo, las políticas antiinflacionarias tomadas como prioridad nacional dan resultado. Y generalmente son el prefacio al crecimiento económico sostenido.

Se ha entendido que los países que han transitado la vía dolorosa de la

hiperinflación, maduran con esa experiencia y es más fácil conseguir en ellos el apoyo político y social para implementar políticas antiinflacionarias sostenidas. Ejemplos de tales países son Alemania, Chile, Bolivia, Nicaragua, Corea, Argentina, Indonesia. Venezuela debe superar este escollo de su falta de cultura hiperinflacionaria para que el combate contra ese flagelo ocupe el primer lugar en la agenda política. Para ello requiere el apoyo de los líderes políticos, sindicales, empresariales y de los medios de comunicación. Para resumir: en este sentido, la inflación puede concebirse como una fiesta fiada: al día siguiente hay que enfrentar la realidad de pagarla, con el inconveniente adicional de que, además, hay que soportar la resaca que deja.

3. Política fiscal

Esta área constituye el gran inconveniente de un programa antiinflacionario en cualquier país pero con mucha más razón en Venezuela. Aquí, los gobiernos se han acostumbrado a gastar sin miramientos porque el esfuerzo de recabar ingresos, en general, ha sido bajo, y la comunidad nacional asimismo ha demandado con fuerza gastos del gobierno porque tampoco le ha costado hacerlo, ya que no ha supuesto contribución impositiva previa. Aún con el esfuerzo iniciado en 1995, la tarea que queda por delante no será fácil.

En todos los casos de desinflaciones exitosas en el mundo, ha habido una contracción fiscal de consideración para hacer desaparecer el déficit fiscal monetizado. Como esta regla tiene tal carácter universal, se ha creído innecesario apoyarla con ejemplos. Sin disciplina fiscal, no hay estabilización perdurable.

El déficit fiscal que no encuentra solución en la venta de activos nacionales se puede financiar de cuatro maneras: vendiendo instrumentos financieros en el país o en el extranjero, usando las reservas internacionales, emitiendo dinero a través de la adquisición por parte del Banco Central de los instrumentos de deuda del Gobierno y no pagando las obligaciones. La última opción no es solución de mediano o largo plazo.

La primera opción —crédito de la economía privada nacional o extranjera— es un recurso que tiende a desaparecer a medida que el déficit se prolongue en el tiempo, ante la incertidumbre sobre la posibilidad que tiene el Gobierno de honrar sus compromisos. La utilización de las reservas internacionales es un recurso de carácter indirecto: primero se financia el déficit a través de su monetización en el Banco Central, proveyendo los fondos que finalmente se dirigen al mercado cambiario. Cuando las reservas han desaparecido o están a punto de hacerlo, el financiamiento monetizado simple y directo hace su aparición. Es en este punto en el que comienza el peligro de la inflación severa. Sirva esta descripción para ilustrar acerca de los peligrosos caminos a los que puede conducir un déficit fiscal que no se elimine sino que más bien decida financiarse¹⁴.

La prioridad de eliminar el déficit fiscal proviene de que además de inyectarle

combustible al proceso inflacionario, su presencia dificulta la credibilidad en cualquier estrategia antiinflacionaria. Por el contrario, su saneamiento y el control de la inflación que se promueve de esa manera, hasta provee recursos para atender el gasto social.

El saneamiento de las finanzas incluye no sólo al gobierno central sino también a los gobiernos regionales y entes descentralizados. Desde el punto de vista de los ingresos supone su basamento en pocos impuestos, de carácter universal, con pocas tasas pero asimismo pocas exenciones y acompañado de severas penalidades que provengan de un estricto control a la evasión. La vertiente del gasto debe atender, como se señaló antes, la provisión de bienes públicos, fundamentalmente. La continuación del proceso de privatización debe enfatizarse, con todas las implicaciones que significa el desprenderse de un patrimonio no recurrente.

Como la política fiscal es un área tan sensible políticamente, su discusión pública ha arrojado suficientes elementos como para que no valga la pena pasar a considerarla más en detalle. Pero es conveniente la reiteración de lo fundamental: **sin disciplina fiscal, tendrá poco éxito el ataque a la inflación desde otras áreas** como la monetario-cambiaria o la de ingresos, la cual se va a discutir a continuación. **La disciplina fiscal es una condición necesaria aunque no suficiente para resolver el problema.**

14 Aquí hay que hacer referencia obligada al artículo, ya clásico en la literatura económica, de Thomas Sargent y Neil Wallace. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, Fall 1981, en el cual estos autores demuestran que bajo ciertas circunstancias, el control de la autoridad monetaria sobre la inflación en una economía monetaria es muy limitado aun cuando exista una relación muy estrecha entre la base monetaria y el nivel de precios. Y más concretamente, que llega un momento en el que el crecimiento del déficit es tan grande (cuando la tasa de interés de los bonos emitidos por el gobierno para financiarse es mayor que la tasa de crecimiento de la economía misma) que la masa de bonos emitidos, junto con sus intereses, sólo puede ser financiado por el obligado incremento de la base monetaria que tiene que llevar a cabo la autoridad monetaria. De aquí que el resultado del déficit fiscal es inflación adicional.

4. Política de ingresos (o política heterodoxa)

Un programa heterodoxo de estabilización es aquel cuyo objetivo es conseguir una desinflación rápida y sostenida y el cual, partiendo de la política ortodoxa —contracción fiscal y monetaria conjuntamente con acciones en el ámbito cambiario como las que se describen en la última parte de este trabajo— descansan en algún tipo **temporal** de control de precios y salarios o en general, de intervención del Estado en el proceso de toma de decisiones del sector privado. Nuevamente, la idea es buscar detener la inflación rápidamente y amortiguar en algún grado los costos en términos de desempleo que tienden a surgir a consecuencia del ajuste. Como parte de los programas heterodoxos, una vez que los controles han hecho su trabajo, se espera dismantelarlos y dejar que la parte ortodoxa continúe llevando el peso de la estabilización. Se supone que la inflación cede rápidamente bajo un programa heterodoxo mientras que lo hace más lentamente bajo los programas ortodoxos.

Ejemplos de programas heterodoxos exitosos son el pacto de solidaridad de México (1987-88) y el de Israel (1985). Además de la parte ortodoxa, en Israel se impusieron controles en toda la economía mientras que en México se permitió que muchos precios fueran determinados por el mercado¹⁵. En Brasil se utilizó también un programa heterodoxo que dio muy buen resultado en los 60 —al cual se hizo alusión antes. Ese plan heterodoxo de Brasil partió del control fiscal, a diferencia del que se puso

en práctica en los 80 —el plan cruzado— que condujo al fracaso. Ejemplo de planes heterodoxos que además contaron con apoyo en el ajuste fiscal al principio, pero que luego relajaron esta última e importante parte y por lo tanto tampoco dieron resultado, fueron los planes del ministro Adalberto Krieger Vasena en Argentina (1967), el plan uruguayo (1968) y el plan austral de Argentina (1985). En el último extremo se consiguen los planes populistas latinoamericanos que juntaron la política fiscal y monetaria expansiva —para tratar de incrementar los salarios reales— con los controles. Ejemplos de ellos son el plan cruzado de Brasil, en los 80, y el de Perú (1985). Por supuesto, son asimismo, ejemplos de los más ruidosos fracasos.

Los planes heterodoxos generalmente tratan de atacar las inercias que se producen como consecuencia de las inflaciones crónicas.

En países con **inflación crónica** el proceso se caracteriza porque los mercados han desarrollado **sistemas sofisticados para convivir con ella**. En estas circunstancias se refuerzan las rigideces con los **problemas de expectativas**:

—La dinámica del mecanismo precios-salarios es tal, que al convivir con la inflación, se hace más fácil posponer el programa antiinflacionario.

—Al hacerse posponible, el programa o el ataque a la inflación se hace menos creíble.

—Las aceleraciones de la inflación son más difíciles de percibir.

—Es más complicado enlazar el proceso inflacionario a sus causas. La incertidumbre sobre las causas del problema refuerza la falta

15 Por supuesto, Israel es un caso de una economía en permanente situación bélica desde hace décadas, lo que en buena medida explica que algunos controles constituyan parte del sistema.

de credibilidad en los esfuerzos por detenerlo. —La tradición de planes de estabilización fracasados hace que cada nuevo intento sea menos creíble. Esto último tal vez no es el caso de Venezuela porque realmente, hasta 1996, no se había lanzado en el país un fuerte y decidido programa para detener el proceso.

Esas inercias suelen ser de dos tipos: las que se originan en las indexaciones que miran hacia atrás *backward looking* y las que provienen de la incertidumbre sobre la habilidad y disposición del gobierno para domar la inflación y mantenerla baja a largo plazo, especialmente a causa de las dificultades fiscales.

Con respecto a las **indexaciones hacia atrás**, generalmente lo que se busca es eliminar la indexación misma y lograr un arreglo de los precios relativos para evitar su distorsión. Esto último es difícil de conseguir en economías —como la venezolana— en las cuales la inflación no es muy alta, ya que los contratos nominales son generalmente de mediano plazo y con cláusulas escalatorias, y en esas circunstancias un control de precio que los congele por algún tiempo puede crear disparidades o distorsiones de los mismos.

Por lo tanto, en **economías con baja o moderada inflación es difícil encontrar argumentos sólidos para usar políticas de ingreso —o heterodoxas—**, desde el punto de vista de la indexación hacia atrás.

Es distinto el caso en economías con alta inflación, en las cuales los contratos tienden a ser de más corta duración y generalmente más alineados con algún parámetro como el dólar. En esas economías con alta inflación —en el ámbito de los tres dígitos— la misma dolarización a que se acostumbran, o el alto grado de rápido acomodo al ritmo al cual van creciendo los

precios, un control de precios que los congele tiene menos posibilidades de crear distorsiones.

La situación con relación a las **rigideces que provienen de las expectativas** que origina la falta de credibilidad en los programas antiinflacionarios, no puede atacarse, en general, con un control de precios y salarios de corto plazo. Las expectativas juegan aquí un papel muy importante en la persistencia de la inflación. El decidir cuál va a ser el nivel de un determinado precio o salario supone hacer cálculos más complicados que simplemente considerar la inflación pasada. Se tiende, por efecto de expectativas que son racionales, a tomar en cuenta aspectos como el grado de cumplimiento de intenciones gubernamentales anteriores de luchar contra la inflación, el éxito o no de tales programas, el efecto de shocks externos, tales como los movimientos de precios del petróleo, etc.

Por ejemplo, si se tiene poca confianza en el arreglo del problema fiscal, la determinación de los precios hacia adelante insumirá tal percepción. Si se quiere resolver la situación, el control que se introduzca será de más largo plazo —por ejemplo, seis meses— para dar tiempo a que el gobierno pruebe sus buenas intenciones. Cuando se remueva, el panorama fiscal debería ser más claro.

Así, de todas formas, **hay ventajas en la utilización de programas heterodoxos aún en economías con baja inflación crónica, si se consideran en conjunto ambos tipos de inercia, la que mira hacia atrás y la que proviene de las expectativas:**

a) para cortar la inflación, el aumento de los salarios de hoy debe ser inferior al de ayer. Esto tiende a lograrse más eficazmente con un control. b) la depreciación de la tasa de

cambio debe ser inferior a la inflación pasada. Aquí cabe igual razonamiento (lo relativo al problema cambiario se examinará adelante).

En general, y como apoyo adicional a lo argumentado hasta aquí, el combate a la inflación requiere que se acabe el proceso por medio del cual cada sector de la economía, incluyendo al Banco Central, le da acomodo a la inflación que proviene de cada otro sector. Si el programa de estabilización se basa en un ajuste fiscal y monetario serio, la inercia se puede reducir hasta con la suspensión, por una vez, de las reglas de indexación, es decir, que tanto trabajadores como empresarios y ahorristas acepten no hacer **un** ajuste por inflación.

Un hecho innegable es que, aún faltando el ajuste fiscal monetario, la inflación se puede parar casi inmediatamente con el uso de políticas de ingresos como las comentadas: el anuncio de los controles puede detener las expectativas inflacionarias. Esto no tiene nada que ver con la posibilidad de sostener el programa heterodoxo en el tiempo. Además, los costos iniciales son relativamente bajos comparados con los de políticas ortodoxas. El costo de un programa heterodoxo generalmente aparece más tarde, cuando se sueltan los controles o cuando, al permanecer algún tiempo, la economía encuentra la manera de burlarlos.

Finalmente, el caso en el cual los controles son definitivamente no recomendables es el de la hiperinflación, ya que en él, el proceso no genera inercia por ser explosivo y crear todo tipo de expectativas: la de que las autoridades no tienen otro remedio que “hacer algo”. No es la situación de Venezuela de todos modos, a finales de los noventa.

De los casos exitosos de implementación de políticas heterodoxas hay

varios ejemplos, como se mencionó antes. En Corea, el crecimiento de los salarios se hizo restringiendo su aumento a los trabajadores del sector público y ejerciendo persuasión moral en el sector privado. En Indonesia, tomó la forma de un subsidio al arroz. En el programa brasileño de los años 60, se pasó de un mecanismo automático de indexación mirando hacia atrás a otro en el cual la indexación del salario del mes actual —y que duraría 12 meses— se haría en base a una inflación “esperada” que tenía como base una proyección gubernamental, la cual, además, era de obligatorio cumplimiento.

El pacto mexicano, fue un acuerdo tripartito —gobierno, sindicatos y empresarios— por medio del cual, el gobierno se comprometió a sanear las finanzas públicas, a ciertas políticas relacionadas con el sector cambiario y con el precio de bienes y servicios del sector público. Los otros dos sectores adquirieron compromisos con respecto a salarios y precios. La tasa de depreciación de la moneda se bajó de un peso diario desde 1989 hasta mediados de 1990, y luego se disminuyó a 0.8 pesos diarios y más tarde a 0.4 pesos diarios. Y no se sobrevaluó. Lo que contribuyó a disminuir la inflación. Por supuesto, las otras partes del programa antiinflacionario, incluyendo la fiscal y el resto del pacto, se mantuvieron.

Es obvio que hay abundante experiencia revisable. Pero aún siendo reiterativos hay que enfatizar lo importante: no importa el tipo de pacto o acuerdo que se establezca y no importa si todos los sectores están representados: si una vez que se ha echado a andar el mismo, la masa de bolívares que se le inyecte a la economía es muy superior al monto (y velocidad) que la última esté dispuesta y preparada a digerir, la inflación continuará.

5. Políticas monetaria y cambiaria

En Venezuela, en general, la política monetaria está marcada por una tendencia forzosamente contractiva, dada la circunstancia de que el gasto público es un creador importante de base monetaria, tal como fue analizado en la primera parte del trabajo. Este concepto es un marco dentro del cual se tiene que plantear cualquier política.

Para empezar, entonces, la asistencia crediticia debe ser conducida de tal forma que sólo se active para resolver problemas de liquidez temporal o cuando tengan la connotación de representar un peligro de quiebra sistémica de la industria financiera.

La política de mercado abierto debe, asimismo, ser restrictiva en términos generales, aunque la coyuntura de liquidez y de tasas de interés van determinando la conveniencia de los montos de la intervención.

El uso de otros instrumentos, como la mesa de dinero, por el hecho de ser caros y de tener un carácter más de shock, debería ser dejado para considerar en circunstancias en las cuales se desee un fuerte sacudón restrictivo puntual sobre los agregados monetarios.

La mezcla óptima entre tasas de interés y política cambiaria parece ser la seguida en el año 1993: que la tasa de interés lleve una porción significativa del peso del ajuste, de acuerdo a las fuerzas del mercado, y buscando, por lo tanto, que se constituya en un incentivo al ahorro interno, al equilibrio

del ahorro con la inversión, la compensación al riesgo país y un freno al aumento inconveniente de la demanda agregada. Dejando en libertad a la tasa de interés, se puede intervenir en el mercado cambiario, y, muy posiblemente, lograr la mejor combinación de efectos.

Hacer lo contrario, es decir, tratar de fijar la tasa de interés y dejar que fluctúe la tasa de cambio, equivaldría a permitir que cualquier evento negativo de carácter económico, social o político, tuviera su repercusión principalmente en la tasa de cambio —por la demanda nerviosa de divisas que crearía— con lo cual se retroalimentaría la inflación. El aumento de la inflación al final repercutiría sobre la tasa de interés, generando presiones para que se elevara esta última. Se perdería en ambos tableros. De tal forma que la escogencia que se hizo en ese año parece ser la más recomendable. Quedaría por discutir el punto sobre el tipo de intervención a realizar en el mercado cambiario.

Descartando el control de cambios, por todos los problemas que plantea y de los cuales hay muy buena experiencia reciente en el país, quedan las alternativas de las minidevaluaciones o el cambio libre¹⁶. El uso de bandas cambiarias entra aquí por las mismas razones.

De acuerdo a lo discutido en la parte donde se analizó el efecto del mercado cambiario sobre la inflación y donde se llegó a la conclusión de que para doblegar dicho efecto sólo existían las alternativas de que el

16 Se puede recurrir a la fluctuación completa bajo determinadas circunstancias. Un buen ejemplo de su utilización exitosa en Venezuela fue el de las subastas de dólares realizadas por el BCV en mayo y junio de 1994, que permitió que el BCV entrara al mercado con una oferta menor y que hasta se revalorizara el bolívar durante algunos días. Este sistema terminó con motivo de la fuerte incertidumbre creada por la crisis bancaria de ese año.

Fisco acumulara un superávit de consideración o que se procurara que disminuyera la cantidad de bolívares que se obtienen por cada dólar que entra al país por la vía del mercado petrolero, desde el punto de vista de la actuación del Banco Central lo realista y operativo es lo último. Ello significa depreciar la moneda a un ritmo menor al de la inflación neta esperada, con el ánimo de quebrar la última.

El usar la tasa de cambio como ancla tiende a disminuir la inflación por tres vías: a) impone disciplina en los precios de los bienes: como la economía se va dolarizando, los precios tienden a ser fijados en dólares y convertidos a bolívares al multiplicar los primeros por la tasa de cambio; la tasa de cambio se convierte en el eslabón entre los precios externos y los internos. Por lo tanto, si la tasa de cambio se estabiliza, los precios internos tienden a seguir la misma orientación. b) reduce las expectativas inflacionarias porque es visible como indicador. De hecho, en esto reside una de las ventajas de la tasa de cambio como ancla nominal de la inflación frente al uso de agregados monetarios para el mismo propósito. c) disminuye la base monetaria con lo cual decrece asimismo la demanda agregada.

Así, si se deprecia el bolívar de acuerdo a la inflación neta —la interna menos la de los socios comerciales de Venezuela— simplemente suponiendo que la variable independiente es la inflación y la dependiente es la tasa de cambio, de donde parte tal acción es del convencimiento que la inflación es causada por factores ajenos a la tasa de cambio y que lo que se hace entonces es ajustar ésta para que el bolívar no se sobrevalúe. Implícita o explícitamente se está

dejando de usar la tasa de cambio como instrumento antiinflacionario y más bien asignándole una función para promover el equilibrio de la balanza de pagos.

En general, se puede afirmar que **no ha habido programas desinflacionarios exitosos en economías con inflación moderada crónica —como parece ser el caso de Venezuela— que descansen en validar los aumentos de precios externos e internos a través de la tasa de cambio.** Por el contrario, algunos lo han hecho con tasas de cambio fijas; otros con tasas fluctuantes que van bajando gradualmente su depreciación, como en el caso de México ya comentado. **Parece más segura esta segunda vía.**

El programa de estabilización típico procura fijarse una secuencia de depreciaciones de la tasa de cambio que sea sostenible. Como es prácticamente imposible al principio que no haya un cierto movimiento de los agentes en el sector cambiario que desconfíe del mantenimiento del programa o que se muevan de acuerdo a la inercia que traen del pasado, **un seguro para evitar el fracaso es partir de un cierto grado de subvaluación, ya que al principio la moneda tiende a depreciarse. Luego sí, seguir la vía preconcebida de depreciación.** No parece suficiente reiterar lo afirmado en páginas anteriores: **es fundamental que la política fiscal sea restrictiva, que el presupuesto se balancee, porque de otra manera, el esfuerzo que haga el Banco Central al tratar de estabilizar frenando la tasa de depreciación sólo logrará que se disminuyan peligrosamente las reservas internacionales y se cree el ambiente para un ataque especulativo contra el bolívar.**

Afortunadamente en Venezuela, depreciar a menos velocidad significa

crear menos bolívares para el Fisco, y así disminuir la demanda agregada. Como el Banco Central no puede ofrecerle créditos directos al Gobierno, el camino hacia la estabilización se va consiguiendo por la vía de la menor depreciación. Pero de todas formas, la labor de enseriar las finanzas públicas es fundamental, porque de esa manera se combaten las expectativas negativas que crea la desconfianza en las intenciones desinflacionarias del Gobierno.

Buen número de autores que han estudiado el problema coinciden en señalar que es inútil y hasta contraproducente combatir la inflación con una tasa de cambio que se deprecia o devalúa en función de la inflación esperada, nuevamente, partiendo de aceptar que es la inflación la que determina la tasa de cambio al ser independiente, su causa de esta última. Por ejemplo, Peter Montiel y Jonathan Ostry en su *Real Exchange Rate Targeting in Developing Countries* (I.M.F. Paper on policy analysis and assessment, 1993) señalan que... “Este trabajo muestra que las reglas de tasas de cambio real pueden fácilmente tener efectos desestabilizadores sobre la tasa de inflación... Y muestra que tales efectos son difíciles de superar aún si se suplementan con una regla de oferta monetaria apropiada”. En otras palabras, entonces, **la depreciación de la tasa de cambio es una decisión de convivir con la inflación, no de combatirla.**

A similares conclusiones llegan Guillermo Calvo y Carlos Végh en su *Inflation stabilization and nominal anchors* (I.M.F. Paper on policy analysis and assessment, 1992): “...los intentos de seguir una política desinflacionaria al mismo tiempo que se mantiene un nivel dado de la tasa de cambio real posiblemente lleve a la autoderrota”.

O Sebastian Edwards en “La Tasa de Cambio como Ancla Nominal” en *Ensayos sobre política económica* (Santa Fe de Bogotá, N° 22, p. 52): “... La política de tasa de cambio de los países en desarrollo debe orientarse hacia una mayor rigidez —y tal vez rigidez completa— como una manera de introducir disciplina financiera y reducir la inflación”.

A manera de **resumen y conclusiones:** los programas de estabilización exitosos son aquellos que han insistido en ser coherentes, en los cuales el gobierno aporta a la mesa de negociación el compromiso de no crecer tanto, basado en el gasto público —es decir, a balancear el presupuesto—. Del otro lado, el Banco Central puede hacer una contribución a la estabilización en términos de tasas de cambio más bajas que produzcan al final más bajas tasas de interés. Y los empresarios y dirigentes sindicales, a limitar el crecimiento de sus precios y reivindicaciones salariales.

Por supuesto, toda la discusión ha partido de una subyacente condición *ceteris paribus* en relación a la oferta de divisas de la cual dispone el país: que la misma permanece inalterada o que hasta aumenta. La experiencia ha demostrado que los países que consiguen estabilizar sus principales variables macroeconómicas se constituyen en polos de crecimiento y de atracción de la inversión extranjera. De tal manera que la suposición de la obtención de divisas como corolario de los programas desinflacionarios parece muy realista y constituye un componente importante a su vez para la estabilización de la tasa de cambio que se acaba de analizar. En este sentido, una sana política de estímulo a la inversión privada en el país, sobre todo de carácter externo, es obviamente el acompañante lógico de la estrategia antiinflacionaria.

Al gobierno, aunque la tasa de depreciación más baja le produzca menos bolívares, también le conviene en el sentido que se crea menos inflación, con lo que opera el efecto *Olivera-Tanzi* en reverso: sus recaudaciones en términos reales serán mayores.

Faltaría por examinar dos situaciones extremas y diferentes a las analizadas hasta aquí: la de que el programa de estabilización tenga éxito, y la opuesta, que la situación del país empeore, por ejemplo, como consecuencia de un shock negativo de carácter económico o político.

Si el programa de estabilización es exitoso, la política fiscal no debe desmayar en su esfuerzo por mantener una situación viable de las finanzas públicas; la política de ingresos puede disminuir en sus exigencias y luego desaparecer. La política cambiaria puede dirigirse por el camino de crear una banda de flotación para que en ese mercado, la entrada de capitales que pueda presionar al alza el nivel de precios, encuentre un elemento de incertidumbre que no aleje el capital productivo pero sí el especulativo de corto plazo. Esta es sólo una de las posibles alternativas.

Si por el contrario, las finanzas públicas no logran ajustarse y/o se produce

un shock a la economía como el que se ha vivido en Venezuela con la caída de los precios del petróleo en 1992 y en 1993 o el problema bancario de 1994, el Banco Central puede llegar al punto de que le sea imposible mantener una política como la propuesta en estas páginas. En una crisis de tal naturaleza hasta haya que abandonar la idea de estabilizar la tasa de cambio. Eso equivaldría a olvidarse de las metas de inflación y dedicarse a mantener las reservas internacionales y/o cuidar de que no ocurra una quiebra sistémica de la industria financiera. La vía sería la de dejar flotar al bolívar. Es la solución en economías bajo shock y que no tienen más alternativa. Además, le deja las manos libres a las autoridades monetarias para intervenir en ese mercado cambiario en la oportunidad y la dirección que crea conveniente. Esta última política tampoco está exenta de ventajas —nuevamente, como recurso desesperado ante el shock— pero como ha sido el expediente usado en situaciones extremas, tiende a estar desprestigiado al igual que un tratamiento médico —también de shock— cuando la muerte es casi inminente.

SE TERMINÓ DE EDITAR ELECTRÓNICAMENTE
PARA LA PÁGINA WEB DEL BCV,
DURANTE EL MES DE
MAYO DE 2000