

## **LINEAMIENTOS GENERALES DE UN PROGRAMA DE ESTABILIZACIÓN MACROECONÓMICA PARA LA TRANSICIÓN**

---

*Leonardo Vera\**

*Luis Zambrano Sequín\*\**

*\*Profesor-Investigador en UCV y FLACSO-Ecuador*

*\*\*Profesor-Investigador en IIES-UCAB*

Notas sobre la Economía Venezolana N° 3

Febrero, 2021

*Las opiniones expresadas en estas notas son  
de exclusiva responsabilidad de los autores.*

## **LINEAMIENTOS GENERALES DE UN PROGRAMA DE ESTABILIZACIÓN MACROECONÓMICA PARA LA TRANSICIÓN**

La economía de Venezuela ha estado contrayéndose ininterrumpidamente a lo largo de los últimos 7 años, con una caída acumulada del Producto Interno Bruto (PIB) que se estima en un rango entre 71 y 74% (según sea el cálculo de cuan severa ha sido la caída en los 2 últimos años). Paralelamente la sociedad venezolana ha sido asediada por un proceso inflacionario sin límites. Desde noviembre de 2017, cuando la tasa de inflación mensual en Venezuela marcó 56%, el flagelo inflacionario ha sido galopante y el país se encamina a su cuarto año con tasas de inflación estratosféricas.

Estos dos terribles males macroeconómicos -depresión e hiperinflación- se han comido literalmente la economía. Tanto es así, que el ingreso por habitante en Venezuela ha retrocedido 73 años para ubicarse en los niveles registrados en el año 1946. La Encuesta de Condiciones de Vida (ENCOVI), un encomiable esfuerzo para conocer la calidad de vida de los hogares, reveló a mediados del 2020 que cerca de 79% de los hogares en Venezuela son pobres extremos.

El año 2020 fue particularmente severo para la actividad económica, no sólo por el aun persistente desplome de la demanda interna, por la caída en la producción y en las exportaciones de hidrocarburos, y por los efectos del endurecimiento de las sanciones comerciales, sino además por las duras políticas de confinamiento gubernamentales tomadas desde muy temprano para enfrentar las consecuencias de la pandemia, dada la precaria situación asistencial y sanitaria en que se encuentra Venezuela.

Sin un programa de estabilización macroeconómica integral y mínimas pero importantes reformas institucionales, el clima que se avecina para Venezuela es sombrío. Incluso un pequeño rebote en la producción doméstica, como algunos analistas prevén para este año 2021, no estaría señalizando sino una trayectoria de “estabilización en el foso”.

Para salir de esta situación de entrapamiento con inflación alta, Venezuela necesita darse una oportunidad histórica; un gobierno de unidad nacional que ponga en marcha no sólo un proceso de transición en lo político, sino además que cree las condiciones para diseñar e implementar un programa de estabilización y reformas tempranas que den viabilidad a la transición y sienten las bases

firmes hacia una nueva economía. Es justamente esta segunda dimensión del desafío (la estabilización de la economía) la que estos muy breves lineamientos de política quieren abordar.

### **CONSIDERACIONES GENERALES**

- De entrada, es preciso señalar que el objeto fundamental de un programa de estabilización y reformas de corto plazo es conducir y consolidar un quiebre significativo en la tasa de inflación, que se acompañe además con muestras claras y firmes de recuperación de la actividad económica y en la calidad de vida de la población. El crecimiento sostenido, la solidez del sistema financiero, la desdolarización total de la economía, la sostenibilidad de las cuentas públicas y de la balanza de pagos, aunque importantes objetivos, están asociados a horizontes de más largo plazo.
- Las reformas tempranas (de tipo institucional) tanto como la política fiscal, monetaria y cambiaria, de las que aquí hablaremos, deben estar adecuadamente integradas y coordinadas, respetando en algunos casos ciertas secuencias específicas, en una economía que por algún tiempo se manejará en un contexto bimonetario con dominación inicial del dólar y con escasa o nula confianza en la moneda local.
- La política de estabilización y reformas tempranas requieren de una programación y seguimiento trimestral, con fases definidas en términos de metas fiscales, monetarias y cambiarias; con monitoreo permanente en la ejecución del gasto, de la demanda de dinero, de la oferta y demanda de divisas, y con una evaluación de cómo cada una de las acciones está contribuyendo a las metas y objetivos establecidos.
- La complejidad que ha adquirido el proceso inflacionario que aqueja a la economía venezolana, donde se entrecruzan, desequilibrios monetario-fiscales con expectativas “mal alineadas” y con un brutal desarreglo externo y cambiario, hace pensar que un programa exitoso de combate a la inflación requiere no de una, sino de varias anclas. Un ancla institucional (para quebrar expectativas), un ancla monetario-fiscal, y un ancla cambiaria.

### **EN EL ÁMBITO FISCAL**

- La atención de urgentes necesidades en materia de programas de apoyo social y servicios públicos hace ineludiblemente una política fiscal activa desde el mismo comienzo del programa. Dos grandes

canales especiales de gasto deben ser cuidadosamente gestionados: uno para atender programas de transferencias monetarias y apoyo social, así como la reconstrucción de las redes de salud y alimentación; otro para atender un plan de emergencia que permita ir levantando la destruida y precaria infraestructura en materia de servicios públicos. La ejecución de estos gastos debe hacerse en función de metas que deben estar en coordinación con otras metas del programa.

- La situación de extrema precariedad de las finanzas públicas indica que la única vía para darle a la gestión fiscal un impulso mínimo vital inicial es acudiendo al financiamiento y la ayuda internacional. Los recursos para ejecutar los dos grandes canales de gasto público comentados anteriormente deben provenir de fondos internacionales de tipo concesional, preferiblemente, créditos puentes, donaciones y otras fuentes de recursos de desembolso rápido y sin pesada condicionalidad. Esto mientras Venezuela gestiona ante los organismos multilaterales un paquete de préstamos.
- Una parte de los recursos captados deben ir a alimentar un fondo de reservas internacionales líquidas cuyo propósito está ligado a la estabilización del mercado cambiario. El resto de los recursos captados deben preferiblemente ir a dos grandes fondos fiscales vinculados a los dos grandes canales de gasto. Estos fondos fiscales requieren del diseño previo de una institucionalidad que permita un manejo ágil y transparente de los recursos, con mecanismos periódicos de rendición de cuentas.
- Preferentemente, la corriente de gasto público vinculada a los programas ejecutados por los fondos en divisas debe hacerse en moneda internacional para de ese modo no ir impactando los agregados monetarios en moneda local y no generar presiones indeseables en el mercado cambiario en un momento en que aún no se ha ganado confianza en el programa. Eventualmente y en la medida que la confianza en la moneda se vaya recobrando, la ejecución del gasto en moneda local servirá para ir acompañando el proceso de remonetización de la economía.
- Durante el primer año del programa será muy difícil mantener un balance entre los ingresos y gastos ordinarios (gastos diferentes a los destinados a los programas sociales y la infraestructura de servicios), por lo que cierto uso del “señoreaje” se hará necesario, pero en límites que no impliquen impuesto inflacionario y que vayan acorde al crecimiento de la demanda de dinero.

- Aumentos de tarifas por servicios públicos, en alícuotas de impuestos y otros derechos quedan descartados en este primer año. Los aumentos en los ingresos fiscales ordinarios estarían atados al incremento cíclico de la tributación petrolera y no petrolera. En otras palabras, estarían vinculados a la recuperación. Regularizar el precio de venta de la gasolina constituiría quizás la única excepción a la regla.
- Como consecuencia de la consolidación de una economía bimonetaria se requiere también introducir reformas tempranas que permitan restablecer la recaudación fiscal ordinaria, especialmente la vinculada al IVA, gravando las operaciones que se realizan internamente en moneda extranjera, a la par de reducir la evasión fiscal por parte de la extendida economía informal. La dolarización de la economía implica dolarizar también, al menos parcialmente, la tributación.
- Durante el primer año del programa es necesario hacer los mayores esfuerzos por ir a un proceso de reestructuración de los pasivos internacionales de la república y de PDVSA. Este proceso debe contar con un sólido apoyo de los multilaterales y de los países aliados, y debe generar el suficiente alivio como para que Venezuela por los primeros años, y mientras ocurre la recuperación, no tenga que desembolsar recursos. La consecución de acuerdos amigables con los diferentes acreedores son señales de éxito que constituyen pieza clave de cualquier programa de estabilización y atracción de inversiones.

### **EN EL ÁMBITO MONETARIO Y FINANCIERO**

- Dado el creciente uso y entronización del dólar en la economía venezolana, sea como medio de pago y/o reserva de valor, parece inevitable la regularización, desde el arranque, de un sistema bimonetario. Ignorar la dolarización y dejarla al funcionamiento de los “mercados negros” es alimento para la desestabilización.
- De igual manera, la caducidad en el valor de las piezas monetarias en circulación y la necesidad de actualizar la escala de dígitos que ordinariamente se usan en los sistemas de pago y registro, reclaman una inmediata y nueva escala monetaria con la supresión de varios ceros de la moneda doméstica.

- Parte importante del programa de estabilización está ligado al quiebre de expectativas que generan ciertas reformas institucionales tempranas en el ámbito monetario y al modo de proceder responsable y transparente de la política monetaria. Venezuela debe ir a un proceso de reforma monetaria que comienza por una modificación rápida y temprana de los estatutos del Banco Central de Venezuela (BCV), de su directorio, del manejo de la información que tiene carácter público, así como del proceder de la política monetaria y la fórmula con que se transmite al público. Trabajar en el tema reputacional del BCV es un asunto estratégico desde los primeros momentos. Un aspecto que va más allá la reconversión monetaria inicial.
- Un componente deseable e importante de la reforma monetaria consiste en cambiar el contrato que por décadas obliga a la industria de los hidrocarburos a vender todas las divisas generadas por la venta de crudos y derivados al Banco Central de Venezuela. Esta es una de las razones (más no la única) que explica las dificultades que tiene la autoridad monetaria en Venezuela de controlar el curso de los agregados monetarios cuando la economía está expuesta a choques externos.
- La política monetaria debe concentrarse en un seguimiento cuidadoso y constante de la demanda de saldos en moneda local (demanda de dinero), de modo de no crear saldos en exceso que atenten contra la probabilidad de éxito del programa. Para no crear saldos en exceso, y dando por descontado la protección de la hoja de balance del Banco Central frente a los choques de origen externo, dos variables importantes al cuidado del instituto emisor deben aun ser monitoreadas en las primeras de cambio: las expansiones del dinero base movidas por necesidades fiscales y que se materializan en la compra de pagarés y deuda al Sector Público; y las modificaciones del encaje legal que por los momentos mantiene estrangulado al sector financiero. Las acciones de política sobre estas dos variables o instrumentos operativos deben respetar ciertos límites de modo que cualquier expansión monetaria sea cónsona con las necesidades “reales” de la economía y del sector financiero y en un clima de creciente confianza en el éxito de la estabilización.
- La política monetaria puede en efecto ser “expansiva”, pero en función del crecimiento de la demanda de dinero del público; una señal clara de remonetización, si así pasara.
- Con respecto al intento de acoplar, en la medida de lo posible, el comportamiento de la oferta monetaria con el comportamiento de la demanda de dinero es nuestro parecer que tal accionar se

hace mucho más fácil en un ambiente de inflación alta, donde la demanda de dinero está prácticamente condicionada al curso que toma una sola variable: la tasa de inflación. En la medida que el programa de estabilización sea exitoso y el curso de la tasa de inflación a la baja sea predecible para el público, la demanda de dinero debe incrementarse y hacerse igualmente predecible, hasta cierto punto, para las autoridades (sin que ello signifique la desdolarización total de la economía). Por el lado de la oferta monetaria, la sustitución del financiamiento monetario de la brecha fiscal por financiamiento internacional y la desvinculación de los ingresos petroleros externos con la hoja de balance del banco central, va a otorgarle al instituto grados de autonomía que le permitan conducir con alguna precisión los agregados.

- Atender el asunto de la disponibilidad de efectivo, pero sin desincentivar la digitalización de las transacciones, es un asunto que debe ser responsablemente atendido por el BCV, anticipando las necesidades de piezas monetarias en función de la demanda y de las metas inflacionarias trimestrales. El asunto debe estar bien coordinado con el programa de transferencias monetarias no condicionadas. Una de las grandes tareas de la autoridad monetaria será velar por el buen funcionamiento del sistema de pagos en el contexto de la economía bimonetaria.
- Por otro lado, en un sistema bimonetario es inevitable que tal condición llegue finalmente al sistema financiero que eventualmente podría trabajar en ambas monedas siempre y cuando exista una adecuada regulación prudencial y supervisión que evite algún tipo de descalce de monedas. Sacar al sistema financiero del actual régimen de “represión” y permitir que los bancos operen en divisas, además de moneda nacional, puede ser provechoso para la economía, al menos mientras la dolarización siga siendo un aspecto dominante del sistema monetario. El establecimiento de reservas legales (encaje) en dólares deber ser objeto de estudio, especialmente como mecanismo para prevenir reversiones súbitas en el movimiento especulativo de divisas. En cualquier caso, el avance que pueda hacerse en liberar encajes a los bancos constituye en cierto modo señal de progreso en materia de estabilización y recuperación de la actividad económica interna.
- El restablecimiento de las vinculaciones del sistema financiero nacional (en su sentido amplio) con el sistema financiero internacional es tarea fundamental para fomentar una ágil y más completa operación del mercado cambiario, para el restablecimiento del comercio internacional (cartas de

crédito), para la promoción del mercado de capitales, y para el buen funcionamiento de los flujos de remesas.

- El sistema financiero no escapa del proceso de remonetización de la economía. Si ésta ocurre, el sistema va a experimentar aumento en sus depósitos y posiblemente una reanimación del crédito. En cierto sentido si la asistencia financiera internacional en dólares se materializa, este flujo por sí mismo, en un contexto de mayor estabilidad macro, debería recircular hacia la banca, inflando al sistema.
- En un contexto de libre convertibilidad, uno supondría que en la medida que un programa de estabilización y reformas tenga éxito en el objetivo de bajar significativamente la inflación y en devolver la confianza en la moneda doméstica, al menos 2 cosas importantes deberían ocurrir: aumentaría la demanda por saldos en bolívares y disminuirían las presiones sobre el mercado cambiario.
- La etapa culminante de una reforma monetaria y el sello que sintetiza el éxito del programa de estabilización ocurre cuando se reestablece la confianza en la moneda local. Es en ese momento que la oportunidad se hace propicia para una nueva reconversión monetaria con la introducción de una nueva moneda con paridad 1 a 1 con el dólar. Para eso se requieren señales claras de que hay un proceso de remonetización en marcha, síntomas de estabilidad en el mercado cambiario y consolidación institucional, especialmente del BCV.
- Las nuevas piezas monetarias deben ser ordenadas con anticipación de modo tal que en el momento de la reconversión el Banco Central y el sistema financiero esté listo para actuar.
- Finalmente, vale decir que una fórmula para medir el éxito de un programa de estabilización en Venezuela es constatando que para el público se hace indiferente mantener saldos en dólares o en bolívares.

### **EN EL ÁMBITO CAMBIARIO**

- En materia cambiaria, un régimen de flotación sin sobrevaluación en la tasa de cambio es conveniente en Venezuela, y mucho más ahora que importantes cambios estructurales ocurren en



el sector de hidrocarburos que ponen cada vez más peso sobre la necesidad de diversificación de la cesta exportable.

- Un mercado de monedas libre, ágil, de fácil acceso, sin fricciones, transparente y con plena información debería muy rápidamente ajustarse a una “paridad de equilibrio” (en el primer trimestre). Dejar que el mercado indique la paridad de equilibrio es lo mejor que puede hacerse en el corto plazo si la meta es de tipo de cambio real. A partir de allí intervenciones del BCV para evitar desalineamientos relevantes respecto a la meta de tipo de cambio real son deseables. Para ello el BCV debe contar desde un inicio con un fondo mínimo de reservas líquidas.
- El problema va a estar en cuán rápido puedan actuar el resto de las anclas del programa de estabilización para que el tipo de cambio real no se aprecie con inflación remanente y luego sobre-reaccione para buscar una paridad real más equilibrada. En cierto sentido las funciones del tipo de cambio como ancla en un régimen de flotación dependerá de cuan efectivas sean el resto de las anclas del programa de estabilización.
- Para que la flotación no genere excesiva volatilidad, o una huida permanente del tipo de cambio, se requieren un conjunto importante de condiciones:
  - Por el lado interno, reformas institucionales que le impriman confianza al régimen monetario (con fortalecimiento institucional, responsabilidad de sus autoridades, y un proceder responsable de la política monetaria); una política monetaria que se mueva en sintonía con la demanda de saldos en bolívares de la economía y mantenga en niveles mínimos el financiamiento monetario de la brecha fiscal, y una estructura y operación del mercado cambiario ágil y transparente.
  - Por el lado externo, se requiere asistencia financiera internacional en divisas que permita constituir un fondo de reservas líquidas con la capacidad de atender en forma suficiente una potencial o hipotética huida de los saldos líquidos en bolívares de la economía, y que permita atender, eventualmente, desalineaciones del tipo de cambio real de su meta.

### CONSIDERACIONES FINALES

- Las metas en materia de reformas tempranas, la meta fiscal, la meta de crecimiento de la base monetaria y del tipo de cambio real deben ser las anclas simultáneas. Es posible que estas metas no siempre se muevan alineadas y por ello cambien su rol en el tiempo. Lo más importante es la secuencia, la coordinación y la consistencia entre las metas.
- El éxito de un programa de estabilización depende en buena medida de las posibilidades que tenga el público de percibir una trayectoria coherente de políticas y reformas a futuro. En un plan concebido inicialmente para apenas 12 meses, definir y dar a conocer esa trayectoria es crucial, pues ayuda a consolidar expectativas que desde el día 1 contribuyen al éxito del programa. La credibilidad en esa trayectoria se gana con acuerdos políticos sólidos que requieren, entre otras cosas, de habilidades especiales de negociación y disposición por parte de todas organizaciones políticas.