

# El dilema actual de la política económica

MIGUEL IGNACIO PURROY

**Existiendo movilidad de capitales, o la política monetaria se subordina a la política cambiaria, o viceversa. Ese es el dilema de la política económica.**

**E**l gobierno tiene dos objetivos muy claros en el ámbito de la política financiera: estabilidad del tipo de cambio y descenso de las tasas de interés. Durante los dos primeros años de gestión (1999-2000) no le ha resultado difícil mostrar éxitos en ambos frentes, principalmente gracias a la abundancia de reservas internacionales y a la persistente reducción de la tasa de inflación. De forma un tanto superficial se le ha restado valor al logro de bajar la inflación, aduciendo que la recesión económica ha sustraído presión inflacionaria por el lado de la demanda agregada. Sin embargo, justo es reconocer que la gestión financiera durante el primer bienio ha sido básicamente coherente con la meta de inflación.

Pero con el transcurrir del presente año 2001 la consecución simultánea de ambos objetivos se le está haciendo progresivamente cuesta arriba. En primer lugar, la gestión fiscal lleva sobre sus hombros todo el peso de la reactivación económica, ya que el sector privado continúa en actitud de "ver y esperar". El consumo y la inversión públicos necesitan expandir-

se a tasas que pueden terminar generando presión sobre los precios por el lado de la demanda agregada, al igual que sobre las reservas internacionales. Adicionalmente, esta expansión del gasto público descansa en buena medida sobre emisiones de deuda interna, que presionan hacia arriba el nivel de tasas de interés. El endeudamiento interno de la República se ha triplicado desde enero de 1999, encontrándose hoy en niveles del 9 % del PIB.

En segundo lugar, los recortes de producción de la OPEP y un menor nivel de precios petroleros configuran una perspectiva de menores ingresos de divisas. Aun cuando el ingreso petrolero todavía es suficiente para soportar el actual gasto fiscal, la percepción de los agentes económicos es que cada día está más cerca la posibilidad de una nueva crisis del mercado petrolero. Los analistas de inversión continúan pensando que Venezuela ha hecho muy poco para superar la extrema dependencia y consecuente volatilidad de sus cuentas fiscales respecto al petróleo.

Ninguno de estos dos elementos (gas-

to público y petróleo), sin embargo, configurarían de por sí una situación de pre-crisis financiera o cambiaria. Lo que realmente le está dando connotaciones críticas a la situación actual es el deterioro del clima político, marcado por una creciente pugnacidad y por la ya evidente ideología izquierdista-tercermundista de la gestión gubernamental. Esta constelación política se traslada irremediablemente a la prima de riesgo país que los depositantes o inversionistas exigen para mantener sus portafolios en bolívares.

Este incremento de la prima por riesgo político ha roto la ecuación de arbitraje entre las tasas de interés internas y externas. Ya desde mediados del año pasado comenzó a observarse un creciente desequilibrio, pero éste ha alcanzado dimensiones alarmantes en el pasado cuatrimestre. Como se sabe, la consideración básica para la toma de decisiones de portafolio entre monedas conjuga las variables de las tasas internas y externas, de la devaluación esperada y de la prima de riesgo. Para que un inversionista / depositante esté dispuesto a mantener sus fondos en el país, el rendimiento de los bolívares debe ser igual o superior al rendimiento esperado de una colocación similar en el exterior. Este rendimiento esperado en el exterior no es más que la suma de la tasa de interés externa, la tasa de devaluación esperada y la prima de riesgo. Cuando por efecto del alza de una de estas tres variables se desbalancea la ecuación de arbitraje a favor de las colocaciones en dólares, la fuga de capitales se hace inevitable. La única forma de contrarrestarla consiste en restablecer la ecuación, ya sea elevando las tasas de interés internas o mejorando el clima político para bajar la prima de riesgo.

La economía venezolana vivió una situación similar entre los meses de ju-

lio y septiembre de 1998, cuando, también por razones políticas, la demanda de dólares alcanzó picos peligrosos. En esa ocasión y de forma exitosa, una vigorosa política de restricción monetaria del Banco Central de Venezuela, BCV, elevó la tasa de interés interna al nivel necesario para frenar la salida de capitales. Uno pudiera imaginarse que la respuesta hoy pudiera ser la misma, pero lamentablemente se presentan dos diferencias fundamentales. La primera es que la matriz de opinión política impide elevar las tasas de interés al nivel necesario. Las tasas han entrado a formar parte del juego político, lo cual las inhabilita para cumplir su función de variable de ajuste económico. Y la segunda, es que lo que en aquel momento era simple incertidumbre electoral, hoy se ha convertido para muchos en certidumbre de un rumbo político no deseado.

Inhabilitadas las tasas de interés como variable de ajuste, le queda únicamente al BCV el nivel de reservas internacionales como mecanismo de respuesta a la presión cambiaria. Aquí también observamos una diferencia respecto al episodio de 1998. En aquel momento, las reservas operativas netas del BCV cubrían el 100 por ciento de la liquidez monetaria (M2). No había bolívares suficientes para atacar las reservas del BCV. Hoy, las reservas netas (sin FIEM) cubren únicamente dos terceras partes de la liquidez monetaria, lo cual implica un mayor poder del mercado frente a la autoridad monetaria. En cualquier caso, de persistir el desequilibrio de la ecuación de arbitraje, el nivel de reservas descenderá paulatinamente, pudiendo degenerar el proceso en una espiral perversa de ataques especulativos. Anuncios o sugerencias de eventuales medidas de control cambiario o impuestos a la compra de divisas sólo sirven para acelerar la velocidad de la espiral descendente.

### El triángulo inconsistente

En el fondo, lo que le está sucediendo al gobierno, y en especial al BCV, es que se encuentra atrapado en lo que los economistas llamamos el "triángulo inconsistente". La figura del triángulo sirve para ilustrar diferentes combinaciones de objetivos de política cambiaria, monetaria y financiera. En el primer vértice del triángulo podemos ubicar la política cambiaria, que básicamente se debate entre fijar un objetivo de un tipo de cambio determinado o dejarlo flexible a los impulsos del mercado. El segundo vértice se refiere a la política monetaria, que también debe elegir entre fijar objetivos monetarios (tasas de interés, base monetaria, etc.) o dejar que las variables monetarias respondan a los impulsos del resto de las políticas económicas, especialmente la cambiaria. Pudiera definirse esta decisión como la elección entre una política monetaria autónoma Vs. una política monetaria subordinada. Y el tercer vértice nos define cuán libre o restringido es el flujo de capitales con el exterior.

La utilidad del triángulo como herramienta de análisis es que nos permite detectar qué combinaciones de política son incompatibles. La combinación más frecuente de objetivos inconsistentes es la que vive hoy el BCV. Por un lado, el ente emisor se ha fijado el objetivo de mantener el tipo de cambio en una senda "fija-deslizante" exactamente predeterminada, porque necesita usar el tipo de cambio como ancla nominal de la inflación. Por otro lado, se ha fijado también un objetivo de política monetaria, al acoger la presión política para bajar las tasas de interés. Y todo esto en un contexto de plena movilidad de capitales. Esta combinación de políticas es inconsistente, porque, como regla general, si la autoridad se fija un objetivo cambiario, debe permitir que

**Lo que realmente le está dando connotaciones críticas a la situación actual es el deterioro del clima político, marcado por una creciente pugnacidad y por la ya evidente ideología izquierdista—tercermundista de la gestión gubernamental. Esta constelación política se traslada irremediamente a la prima de riesgo país que los depositantes o inversionistas exigen para mantener sus portafolios en bolívares.**

la política monetaria se subordine a las exigencias de la defensa del tipo de cambio. Si los agentes económicos prefieren recomponer sus portafolios hacia una mayor proporción de dólares, la autoridad debe permitir la consiguiente reducción de la base monetaria. Esta reducción comandaría una elevación de las tasas de interés, en la que el Banco Central no debería interferir. De lo contrario, los capitales se irán en búsqueda de mejores rendimientos, las reservas disminuirán y el tipo de cambio colapsará.

**¿Cuál es el dilema?**

En otras palabras, existiendo movilidad de capitales, o la política monetaria se subordina a la política cambiaria, o viceversa. Ese es el dilema de la política económica. Si el BCV quiere tasas de interés bajas, no le queda más remedio que dejar que el tipo de cambio se mueva al nivel que el mercado quiera llevarlo. Pero si prefiere estabilidad cambiaria, no tiene otra alternativa que permitir alzas de tasas de interés. Ahora bien, como a todo gobierno le gusta perseguir al mismo tiempo los dos objetivos, ello puede hacerse “temporalmente” de

dos formas. La primera es financiando la inconsistencia con entrega de reservas internacionales. Esta ha sido, de hecho, la manera en que se ha sostenido la política económica durante el bienio 1999-2000, permitiendo la salida de capitales por el orden de 10.000 millones de dólares. La otra forma, a la que se suele recurrir cuando las reservas van mermando, es impedir el libre flujo de capitales con el exterior. Un control de capitales libera al sistema financiero de la tiranía de la ecuación de arbitraje de intereses.

La literatura económica está plagada de ejemplos de este tipo de inconsistencias, las cuales suelen desembocar en desenlaces muy dañinos. El problema suele originarse en la intrusión de objetivos sociopolíticos dentro del manejo de la política económica. A todo gobierno le gusta estabilizar el tipo de cambio, mantener bajas las tasas de interés y mejorar la competitividad externa. A los políticos, en cualquier parte del mundo, les cuesta entender que la economía está llena de “trade-off’s”, dilemas entre los que se debe optar, so pena de incurrir en costosas incongruencias.

La actual coyuntura económica venezolana se enfrenta a uno de estos dilemas clásicos. Hay presión cambiaria, porque se ha roto la ecuación de arbitraje. Al mismo tiempo, el mundo político ha impuesto el mandato, casi el dogma, de que las tasas de interés deben bajar. Cuando el BCV a través de sus operaciones de mercado abierto (reportos) intenta reducir la presión cambiaria, el resultado es que el nivel general de tasas de interés se incrementa. Momentáneamente, ciertos gestos de la banca pueden aplacar la exigencia política, pero la tendencia al alza es inevitable. Cuando ésta se haga evidente, la autoridad monetaria deberá optar entre defender el tipo de cambio o mantener bajas las tasas de interés. Es entonces cuando la tentación de recu-

rrir a medidas de control administrativo se hace más fuerte.

La solución del dilema no tiene por qué ser devaluar la moneda. Si la gestión fiscal es equilibrada y la tasa de inflación se mantiene bajo control, la estabilidad del tipo de cambio es perfectamente viable. Para retornar a la calma haría falta, por supuesto, aprovechar el margen de fluctuación que el sistema de bandas cambiarias permite, al tiempo que se debería permitir que mayores tasas de interés aplaquen la turbulencia actual. Implantadas estas acciones, no hay motivo para pensar que la presión cambiaria se vaya a enquistar para siempre. Pero ello implica que la mujer del César no sólo debe ser virgen hoy, sino también demostrar que va a seguir siéndolo por siempre. Es decir, los agentes económicos deben tener la percepción, en primer lugar, de que el gobierno va a acometer las reformas necesarias para que su gestión fiscal continúe siendo equilibrada en el futuro. Y en segundo lugar, las amenazas contra la propiedad y contra la libre convertibilidad de la moneda deben cesar de forma creíble. Aquí reside, probablemente, el escollo más arduo de superar en las actuales circunstancias, ya que ello pasa por instaurar un estilo de conciliación democrática y de respeto al Estado de Derecho, que todavía no se ha materializado. Mientras esto no se logre, la prima por riesgo político puede continuar siendo tan alta que ninguna flexibilización cambiaria o alza de tasas de interés sea suficiente para restablecer la calma. No tiene límite el precio de la divisa, cuando hay temor de no poder acceder a ella.

**MIGUEL IGNACIO PURROY**  
ECONOMISTA