

Hipotética salida del control de cambios

Kamal Romero*



DIARIO METROPOLITANO

En doce años, seis sistemas cambiarios se instauraron en el país con la misión de acabar con los desequilibrios producto de la compra y venta de divisas. Todo apunta a que este sistema ya se agotó; pero ninguna estrategia de abandono del control de cambios tendrá éxito sin un cambio radical no solo de política económica, sino también de cambios institucionales importantes

Un tema de política económica recurrente en los últimos años ha sido el agotamiento del control de cambios, visión compartida por analistas tanto del Gobierno como de la oposición, e independientes. La principal diferencia entre estos sectores radica en el diagnóstico de dicho agotamiento, lo cual conlleva propuestas distintas. Entre los enfoques más relacionados con factores políticos, la principal preocupación pareciera ser el temor de que un desmontaje del control de cambios provoque un incremento sustancial en los precios, sin mayores efectos sobre la producción y los flujos comerciales.

Además de discutir las condiciones necesarias para que la liberación del control de cambios tenga los efectos deseados, las cuales se resumen en que estas deben estar enmarcadas en un programa integral de política económica e institucional coherente y creíble, otro tema crítico en un hipotético abandono del control es el procedimiento, cronograma, o pasos a tomar en el desmontaje. Sin pretensiones de ser exhaustivo, a continuación se enumeran algunos factores a tomar en cuenta en dicho proceso, pero antes se justifica de manera breve el por qué sería deseable realizar una transición hacia un régimen cambiario (monetario) más flexible.

El tipo de cambio real, definido como el precio relativo de los bienes y servicios producidos en el país con respecto a aquellos elaborados fuera de nuestras fronteras, se ha apreciado notablemente (235 % desde el inicio del control a enero de 2015¹), lo cual implica no solo una pérdida de competitividad de la producción local en relación a la foránea, sino un incentivo para que las empresas asignen más recursos a actividades relacionadas con la importación, en detrimento de la producción local y, por ende, del empleo. Dado el impacto negativo que posee lo anterior en las cuentas externas de nuestra economía (el saldo en cuenta corriente ha disminuido 83 % entre el valor máximo observado en 2008 hasta el 2013²), esto se traduce en una pérdida gradual de reservas internacionales (una caída del 44 % a la primera semana de marzo de 2015 con res-



LA PATILLA

pecto a su valor máximo en enero de 2009³), lo cual complica el manejo del control cambiario, haciendo necesarias más restricciones de divisas o ajustes de los tipos de cambios oficiales⁴.

No solo la apreciación sistemática del tipo de cambio genera incentivos perjudiciales, el esquema de tipos de cambios múltiples acompañado del importante diferencial entre las tasas oficiales y la del mercado negro, genera unas oportunidades de arbitraje que incentivan que los actores económicos dediquen tiempo y recursos a explotar este diferencial. Asimismo, el tipo de cambio señalado por el mercado paralelo es utilizado como referencia a la hora de tomar decisiones de fijación de precios, lo cual no es deseable ya que esta tasa suele sobreestimar aquella que prevalecería en un libre mercado, debido a primas de ilegalidad y búsqueda de información en ausencia de mercados transparentes.

Lo anterior se enmarca en un entorno de políticas no coherentes con el mantenimiento de una paridad fija, o incluso un tipo de cambio libre estable en condiciones normales; pero como se ha dicho anteriormente, nos concentramos en cómo debería transcurrir una transición del control hacia un esquema de mayor flexibilidad, que no tenga los costos arriba enunciados. Este análisis se basa en que previamente exista un mínimo de pre requisitos que hagan creíble el nuevo régimen de flotación, así como la derogación de toda la normativa legal que impida el funcionamiento de un libre mercado.

Se debería establecer como prioridad evitar una variación abrupta del tipo de cambio y estabilizar el mismo lo antes posible. La literatura acerca del tema suele recomendar la adopción de un régimen intermedio, que establezca un patrón de comportamiento medianamente pre-

decible de la evolución del tipo de cambio. Entre las opciones utilizadas en experimentos anteriores se encuentran:

- Un esquema de bandas de flotación, en el cual se permite que el tipo de cambio fluctúe entre unos límites conocidos. La banda puede ser horizontal, es decir, la paridad central es fija, o permitir que la paridad se deslice con un criterio conocido de antemano. La amplitud de la banda puede también ser fija o reducirse a medida que se estabiliza el tipo de cambio.
- Un *crawling peg* o régimen de paridad escalonada, en el cual el tipo de cambio se deprecia a una tasa y frecuencia preanunciada durante un horizonte temporal determinado.
- Un tipo de cambio dual, en el cual coexista una tasa fija para determinados rubros (sería deseable que sean muy pocos y fácilmente identificables) con un libre mercado.
- Una flotación sucia, esquema en el cual existe un libre mercado con intervenciones del Banco Central.

Todos estos esquemas poseen un requisito común: un nivel suficiente de reservas.

La elección depende de muchos factores. Para que cualquiera de las opciones cumpla con el objetivo de estabilizar el tipo de cambio, son necesarias reglas de intervención claras en el mercado de divisas. Para esto, es indispensable que el Banco Central sea una institución creíble y transparente en sus decisiones, y que además disponga de los instrumentos necesarios para llevar a cabo operaciones en los mercados de dinero y divisas. La autoridad monetaria es clave en todo el proceso.

Si se cumple lo anterior, es posible pensar en combinar ciertos aspectos de cada alternativa. Por

ejemplo, un tipo de cambio dual con una regla de asignación de divisas y depreciación de la tasa oficial junto con una regla de intervención en el mercado libre, que pudiera tomar la forma de una tasa de depreciación o cuantía de intervención máxima. O una banda donde la paridad central siga un *crawling peg*, donde la ventaja sería una regla implícita que consiste en intervenir en el mercado solo cerca del límite de las bandas.

Cabe esperar durante la transición algo de volatilidad en el tipo de cambio, lo cual implicaría necesariamente variaciones en las tasas de interés y el nivel general de precios. Ante esta situación, sería deseable la creación de mecanismos que sirvan de protección a los agentes expuestos al riesgo cambiario y de interés (Ver Agenor (2004)). En experiencias previas se han mantenido los controles sobre ciertas tasas de interés y algún control de capitales en forma de impuestos, hasta lograr estabilizar el tipo de cambio. El resultado de estas políticas dependerán de la magnitud del flujo de capitales, del grado de exposición de los agentes (sus balances financieros), del nivel de reservas internacionales (y por ende la necesidad o no de emplear tasas de interés para evitar grandes movimientos de capitales) si el ajuste es realizado dentro de un acuerdo con un organismo multilateral, y de la profundidad del sistema financiero y grado de bancarización de la economía.

En el caso venezolano sería deseable, una vez realizada la transición, tender a un régimen de flotación sucia, ya que en una economía donde el sector gubernamental genera aproximadamente el 95 % de las divisas es difícil imaginar otro esquema. Es importante hacer énfasis en que la transición debe culminar en un esquema lo más flexible posible, ya que en una economía como la venezolana, muy expuesta a choques de naturaleza externa (cambios no anticipados en los precios del petróleo), la flexibilidad del tipo de cambio permite reducir la volatilidad de otras variables como el nivel de precios y la producción (ver Broda y Tille 2003).

Lo descrito está lejos de ser una receta detallada, ni tampoco una fórmula de éxito garantizado, solo un breve e incompleto resumen de algunos factores que deberían tomarse en cuenta en cualquier discusión acerca del tema. Se puede encontrar un análisis detallado en Fernández, Karacadag y Duttagupta (2004).

No obstante, cabe recordar que ninguna estrategia de abandono del control de cambios tendrá éxito sin un cambio radical no solo de política económica, sino también de cambios institucionales importantes, entre los cuales están el replanteamiento de las relaciones entre el BCV y PdvsA, la adopción o no de una regla fiscal, y el cambio del actual esquema de apropiación y reparto de la renta petrolera. Sin lo anterior, cualquier cambio de política económi-

ca no poseerá efectos positivos duraderos a largo plazo.

Como afirman Calvo y Mishkin (2003), la clave para el éxito macroeconómico en una economía en desarrollo, tiene que ver más con las instituciones económicas que con la elección del régimen del tipo de cambio. Cualquiera de las bondades de distintos esquemas cambiarios se disipan en ausencia de instituciones fiscales y monetarias adecuadas, estas son un requisito previo a cualquier experimento de política económica.

*Economista (UCV) y profesor de Teoría Económica del Colegio Universitario Cardenal Cisneros, Madrid, España.

REFERENCIAS

- AGÉNOR, Pierre-Richard 2 (2004): "Orderly exits from adjustable pegs and exchange rate bands." En: *The Journal of Policy Reform* 7: 083-108.
- BRODA, Christian M., y TILLE, Cedric (2003): "Coping with terms-of-trade shocks in developing countries." En: *Current issues in Economics and Finance*. Federal Reserve Bank of New York. Vol. 9, No. 11.
- FERNÁNDEZ, Gilda, KARACADAG, Cem y DUTTAGUPTA, Rupa (2004): "From fixed to float; operational aspects of moving towards exchange rate flexibility". En: *IMF working paper* No 04/126, International Monetary Fund.
- MISHKIN, Frederic S., y CALVO, Guillermo A. (2003): "The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries". En: *Journal of Economic Perspectives* 17.4: 99-118.

NOTAS

- 1 Fuente: BIS effective exchange rate indices <https://www.bis.org/statistics/eer/index.htm?m=6%7C187>.
- 2 Fuente: BCV.
- 3 Fuente: BCV.
- 4 El sistema cambiario venezolano es harto complejo y ha experimentado numerosos cambios. A *grosso modo*, la tasa mínima (en el caso de varias tasas) o única, el número de tasas y el cupo a viajeros (turismo) se han modificado seis veces, el cupo electrónico cinco veces y el adelanto de efectivo tres veces. En el caso de los cupos hay que añadir la introducción de cupos por destino y en el caso de los tipos de cambios múltiples las variaciones en el número de bienes y servicios que entran en cada tasa.