



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

**BALANZA DE PAGOS POR CUENTA
CORRIENTE, REGÍMENES CAMBIARIOS Y
MERCADOS MONETARIOS DOMÉSTICOS EN
ECONOMÍAS EMERGENTES. EL CASO DE
VENEZUELA**

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Master Oficial en Banca y Finanzas

Autor: Jorge Enrique Omaña Iglesias

Tutor: Dr. Juan Antonio García Cebro

Septiembre 2009

RESUMEN	3
1. INTRODUCCIÓN	3
2. TIPOS DE CAMBIO Y REGÍMENES CAMBIARIOS	5
2.1. Tipos de cambio nominal y real, tipo de cambio efectivo y los términos de intercambio	5
2.2. Regímenes cambiarios	7
3. BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE Y LOS MERCADOS FINANCIEROS DOMÉSTICOS	10
3.1. El Precio de las materias primas	14
4. RESERVAS INTERNACIONALES Y ESTERILIZACIÓN. CAUSAS Y CONSECUENCIAS	16
5. EL CASO DE VENEZUELA	21
5.1. Escenario macroeconómico	21
5.2. El tipo de cambio	24
5.2.1. Tipo de cambio paralelo	26
5.2.2. Sistema de bandas	29
5.3. Reservas internacionales, esterilización y liquidez doméstica	32
5.4. Reservas internacionales y política fiscal	40
5.5. Movilidad de Capital y Fuga de Capitales	42
6. CONCLUSIONES	45
7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	47

BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE, REGÍMENES CAMBIARIOS Y MERCADOS MONETARIOS DOMÉSTICOS EN ECONOMÍAS EMERGENTES. EL CASO DE VENEZUELA

RESUMEN

Este trabajo tiene como objetivo la descripción general de las relaciones económicas entre la balanza de pagos, las reservas internacionales, los diversos regimenes cambiarios y la liquidez doméstica, preferentemente, en el escenario de las economías emergentes y, dentro de éstas, considerando el caso de Venezuela. En este caso, se aporta estudio econométrico en el que se demuestra que la evolución de las reservas internacionales tiene un impacto significativo sobre la liquidez doméstica concluyendo, en consecuencia, la ausencia o ineficacia de las medidas de esterilización.

1. INTRODUCCIÓN

Como resultado de los globalización económica (comercial y, sobre todo, financiera) de los últimos tiempos y de perturbaciones reales y financieras se produjeron importantes flujos comerciables y financieros entre los países, en particular, entre las economías de los países emergentes y las de los países desarrollados. Tales flujos llevaron a importantes alteraciones en las balanzas de pagos y cambios en las reservas internacionales con implicaciones evidentes tanto sobre los equilibrios globales como domésticos. En este sentido, en el presente trabajo se abordan las relaciones entre los desequilibrios de la cuenta corriente, los regímenes de los tipos de cambio y las variables domésticas relacionadas con la gestión de la liquidez y la política fiscal. Los desequilibrios de la cuenta corriente pueden estudiarse tanto desde el punto de vista del efecto/causa del desequilibrio entre el ahorro y las necesidades de financiación domésticas, como desde el punto de vista de que puedan anticipar alteraciones significativas en los mercados cambiarios.

Como se pone de manifiesto en Aristovnik (2006), en las economías emergentes, la mayoría de las crisis financieras han sido generadas o se han desarrollado a partir de desequilibrios en la balanza de pagos. Por ello, tales desequilibrios (déficits) deben considerarse un indicador de suma importancia del desempeño de las economías en transición, porque entre otras cosas reflejan el ratio ahorro-inversión de un país, que a su vez se relaciona con el equilibrio fiscal y ahorro privado, y revelan el grado de fragilidad de la economía ante cambios de actitud de los mercados financieros.

Otro aspecto relacionado con lo anterior, son los cambios drásticos que suceden en los flujos financieros con el exterior, lo cual perjudica a los países que reciben inversiones netas del resto del mundo y luego sufren una masiva fuga de capitales. Como señala Peñalosa, J.M. (2002) “Un rasgo común a estos países es que se trataba de economías emergentes, con regímenes cambiarios que ligaban de forma más o menos estricta la moneda local con otra extranjera — normalmente, el dólar”.

En este sentido, se describen y analizan las problemáticas de los diferentes regímenes cambiarios, considerando con especial atención aquéllos que tienen mayor incidencia en las economías emergentes, muchas de las cuales tienen un régimen cambiario caracterizado por tipos fijos o cuasi fijos con lo que el tipo de cambio no es una variable que genere un efecto amortiguador sobre las variables domésticas de perturbaciones económicas externas, sino que puede constituirse en una variable amplificadora de las mismas: mientras en escenarios favorables (incremento del precio internacional de las materias primas, un sector exportador muy competitivo en el marco de crecimiento económico externo) tiende a generar una importante acumulación de reservas internacionales que si no se esteriliza adecuadamente se produciría un impacto potencial sobre la liquidez y la inflación, y en escenarios desfavorables (reducción del precio de las materias primas y/o un descenso en el crecimiento de los países receptores de las exportaciones). Los déficits de la corriente suelen ser el preludio de crisis cambiarias (y a veces bancarias y financieras, cuando los agentes domésticos denominan sus pasivos en divisas). La consecuencia es una fuga de capitales y la ruptura del régimen cambiario que desemboca en un sistema de libre flotación, flotación con bandas o un sistema dual paralelo.

El marco de las relaciones económicas consideradas anteriormente, se aplica al caso particular de la economía venezolana: economía emergente caracterizada por su fuerte dependencia de la exportación de productos energéticos como el petróleo, con un régimen cambiario fijo y con fuerte control de cambios y de capitales y donde la presencia de mercados negros es significativa.

Seguidamente se mostraran datos que reflejen la problemática del régimen cambiario actual en Venezuela en lo referente a la dificultad para la obtención de divisas, las consecuencias para la producción y la inflación del mantenimiento del régimen de tipo de cambio actual dada la crisis económica mundial, y se propondrán alternativas para enfrentar a corto plazo los problemas actuales en el mercado cambiario.

En lo que sigue, el trabajo se estructura en los siguientes apartados: en el apartado 2 se introducen aspectos conceptuales básicos de los mercados cambiarios y se describen/analizan los distintos regímenes cambiarios; en el apartado 3 se aborda la interrelación entre los saldos de la cuenta corriente y el funcionamiento de los mercados financieros domésticos; en el

apartado 4 se estudian las causas/consecuencias sobre los equilibrios financieros globales y domésticos de la acumulación de reservas. En el apartado 5 se estudia el caso de Venezuela y, finalmente, el apartado 6 se extraen algunas conclusiones.

2. TIPOS DE CAMBIO Y REGÍMENES CAMBIARIOS

2.1. Tipos de cambio nominal y real, tipo de cambio efectivo y los términos de intercambio

Se comenzara por definir el significado de tipo de cambio para luego continuar la descripción de los distintos diferentes regímenes cambiarios y sus implicaciones económicas.

El **tipo de cambio nominal**, el cual es el concepto mas comúnmente utilizado, se define como el precio de una unidad de moneda extranjera expresado en términos de la moneda nacional. Luego, el tipo de cambio nominal se puede definir como el número de unidades de moneda nacional que se debe entregar para obtener una unidad de moneda extranjera, o de manera similar, el número de unidades de moneda nacional que obtengo al vender una unidad de moneda extranjera.

Existe otro tipo de cambio denominado **tipo de cambio real**, el cual es el precio de los bienes del país extranjero expresado en términos de bienes locales. Ambos llevados a una misma moneda. El tipo de cambio real no tiene unidad de medida, ya que las unidades del numerador se cancelan con las del denominador.

El tipo de cambio real efectivo permite seguir la evolución de la competitividad cambiaria efectiva que tiene un país respecto a los mercados de intercambio que más pesan en los resultados del comercio exterior. Los Índices de tipo de cambio real efectivo se encuentran definidos como la relación entre los índices de precios al consumo de los principales socios comerciales de un país con respecto a la economía doméstica, expresados en una misma moneda.

La fórmula de cálculo del tipo de cambio real es: $e = (E \times P^*) / P$, siendo:

e: tipo de cambio real

E: tipo de cambio nominal.

P*: deflactor del PBI del país extranjero.

P: deflactor del PBI local.

Entonces, las variaciones del tipo de cambio real pueden deberse a variaciones en el tipo de cambio nominal como a variaciones en los precios de los bienes extranjeros, o a variaciones el

los precios de los bienes locales de los bienes extranjeros, o a variaciones en los precios de los bienes locales.

Existe también el llamado **tipo de cambio real multilateral** es una medida ponderada de los tipos de cambio reales bilaterales con varios países. Las ponderaciones que se utilicen son a criterio de quién elabore el índice, que deberá tener en cuenta cuál es la finalidad de su análisis. Una forma muy común de calcular el tipo de cambio real multilateral es utilizar como ponderaciones las proporciones que representa el comercio de los distintos países (puede ser importaciones, exportaciones o una suma de ambas).

En general, las relaciones de comercio internacional y la diversidad de sistemas financieros y monetarios existentes obligan a fijar los precios de las divisas. Estos precios se fijan en el mercado internacional de divisas a través del mecanismo de oferta y demanda. La demanda aparece como consecuencia de:

- Comercio internacional de mercancías y servicios;
- Pago de intereses y remesas de emigrantes ;
- Inversión internacional;
- Atesoramiento de divisas;
- Necesidades relacionadas con la política económica de un país;
- La actuación de un banco central;
- Las posiciones especulativas de los operadores en el mercado.

Los factores que afectan al tipo de cambio nominal (tipo de cambio) son de naturaleza variada. Los más relevantes encontrados en la literatura se pueden agrupar de la siguiente manera:

- Factores de crecimiento y empleo: PIB/PNB, índices de producción y tasa de paro;
- Factores relacionados con la inflación;
- Factores relacionados con las cuentas públicas: Déficit/Superávit y deuda;

- Factores relacionados con los equilibrios o desequilibrios de la balanza de pagos: balanza comercial, balanza por cuenta corriente y balanza de capital o cuenta financiera;
- Factores monetarios: tipos de interés, masa monetaria;
- Factores políticos: decisiones sobre devaluaciones, acuerdos comerciales;
- Factores psicológicos: rumores de mercados, comportamientos de manada.

En último lugar, se definen los **términos de intercambio** como la evolución del valor de los productos exportados de los países, calculado según el valor de los productos que importa para un período de tiempo determinado, y así conocer si existen aumentos o disminuciones. Por lo tanto, existe un deterioro de los términos de intercambio cuando el valor de los productos de exportación tiende a disminuir en comparación con el de los productos importados, y una mejora en los términos de intercambio implica lo contrario, es decir, pagar menos por los productos que importa y por lo tanto poder comprar más cantidad de los mismos sin esfuerzo adicional.

Los cambios en los términos de intercambio de un país pueden afectar su bienestar mediante el incremento de su renta real a través de, por ejemplo, un aumento del precio de las exportaciones con respecto a un incremento en los precios de importaciones. Sin embargo, el efecto de una devaluación en los términos de intercambio de un país no puede ser establecido *a priori*, ya que el tipo de cambio real e es EP^*/P , y bajo el supuesto de que todos los bienes sean transables entonces P y EP representa para un país un índice de precios de exportaciones e importaciones respectivamente, y en este caso los términos de intercambio son medidos como la inversa del tipo de cambio real, $1/e$.

Las fluctuaciones del tipo de cambio son un asunto de suma importancia para los hacedores de política económica debido a su impacto directo en los precios de los bienes transables, el sector externo en general, la estabilidad financiera y sobre el funcionamiento del mercado cambiario, lo que proporciona valor al estudio de los regímenes cambiarios, que junto con las factores que afectan al tipo de cambio mencionados anteriormente, juegan un rol trascendental en la determinación del mismo.

2.2. Regímenes cambiarios

Los dos grandes pilares de sistemas cambiarios son el régimen de tipo de cambio fijo y el flexible o flotante, sin embargo, existen ciertas degradaciones en estos tipos de sistemas que va desde el más flexible hasta el más rígido, el cual se muestra a continuación:

Tipos de regímenes cambiarios

Regímenes fijos	Vínculo Cambiario rígido (hard peg)	Tipo de cambio fijo entre una moneda nacional y de otro país en moneda nacional (por lo general de una potencia industrial). Un país, ancla el valor de su moneda con el valor de otra moneda. Esto es comúnmente realizado por los países con una historia de inestabilidad monetaria. Se utiliza como medio de restaurar y mantener el orden.
	Dolarización Completa	La moneda extranjera reemplaza a la moneda doméstica en todas sus funciones. Está basado en un compromiso legislativo por el cual se debe cambiar la moneda nacional por una extranjera específica a un tipo de cambio determinado. Esto implica que sólo se emitirá moneda nacional respaldada por moneda extranjera y que estará totalmente respaldada por activos externos.
	Caja de conversión	
	Tipo de cambio fijo	Puede estar vinculado a una moneda, por ejemplo el dólar americano o a una canasta de monedas.
	Bandas cambiarias	El tipo de cambio nacional tiene un máximo y un mínimo del cual no se puede exceder.
Regímenes intermedios	Tipo de cambio deslizante (crawling peg)	Es un sistema en la que el tipo de cambio de un país esta ajustado a la de la otra divisa, por lo que permite una apreciación o depreciación gradual en el tipo de cambio. Algunos bancos centrales utilizan una fórmula que da lugar a un cambio si se cumplen ciertas condiciones (como la necesidad de ajuste por inflación).
Regímenes flexibles	Flotación administrada	En un sistema de flotación administrada, las autoridades limitan las fluctuaciones del tipo de cambio en el corto plazo a través de la intervención en el mercado cambiario y ajustes de política monetaria, no existiendo un compromiso de mantener el tipo de cambio dentro de un cierto rango o banda.
	Flotación libre	Un régimen de flotación libre es aquel en que las fuerzas del mercado determinan el tipo de cambio de corto y largo plazo.

Se deben resaltar las diferencias claras entre un sistema fijo y uno flotante. Comenzando por el primero, se puede argumentar que en los países emergentes los tipos de cambio fijos han tenido problemas en su mantenimiento, este es el caso de los gobiernos de Tailandia, Malasia, Corea del Sur, en donde no hubo garantía institucional explícita de que el tipo de cambio permaneciera fijo, y en donde las instituciones financieras locales pidieron prestado en dólares al extranjero y luego otorgaron créditos internos en dólares, y cuando el flujo de capitales extranjeros se detuvo “suden stop” el tipo de cambio existente se volvió insostenible. Un tipo de cambio fijo puede ser de utilidad porque provee ganancias de reducción en los costos de transacción en el corto plazo, ya que al estar fijado no existe la incertidumbre en la fluctuación de la moneda, y además provee liquidez en las transacciones en caso de tener suficientes reservas.¹

Un tipo de cambio flexible permite a un país aplicar un mayor número de estrategias de política monetaria, como metas de crecimiento económico, metas de inflación y en el caso de aplicar una flotación administrada se puede lograr una aproximación sugerente del tipo de cambio, comprando cuando la moneda local está infravalorada y vendiendo al estar sobrevalorada y así evitar colapsos en el mercado cambiario. Sin embargo, con instituciones débiles como las que cuentan los países emergentes, un tipo de cambio flotante puede ser contraproducente al menos en el corto plazo, pues permite la depreciación de la moneda doméstica, que afectará a los balances de las instituciones financieras y no financieras, aunque en dicha situación tampoco queda claro si un tipo de cambio fijo sería sostenible. La flotación ofrece al país la ventaja de mantener una política monetaria independiente pero se necesitan instrumentos financieros para cubrir los riesgos fundados por las fluctuaciones cambiarias, por lo que los mercados financieros deben estar suficientemente desarrollados para absorber los shocks externos, por lo tanto, no es casualidad que la mayoría de las economías avanzadas y de los principales países emergentes aplican un régimen de flotación.

En contraste, un tipo de cambio fijo limita el alcance de la política monetaria local, ya que la tasa de interés es determinada por la política monetaria del país al cual el otro país, en este caso emergente, vincula la moneda doméstica. Otro riesgo de un tipo de cambio fijo, es el de estar prisionero en un tipo de cambio desalineado, definido como una diferencia considerable entre su nivel real y el fundamental.

Para lograr un equilibrio deseable del tipo de cambio en el largo plazo, la mejor opción sería un régimen flotante, debido a la mayor credibilidad aportada a los agentes del mercado, sin embargo, y como apunta Adamcik Santiago (2008) *“Los costes de cambiar de posición desde un régimen fijo a uno flotante bajo condiciones de tensión económica, como un suden stop, son especialmente enormes...la devaluación inicial, incrementa el valor de la deuda denominada en*

¹ Adamcik, Santiago (2008).

moneda extranjera y puede causar una destrucción generalizada en el sector productivo y en las familias, lo cual lleva a la economía a un espiral devastador descendente”.

Un tipo de cambio fijo, tiene muchas ventajas, especialmente para los países en desarrollo que buscan cimentar confianza en sus políticas económicas, y en donde las anclas nominales están generalmente asociadas a bajas tasas de inflación, sin embargo, los países con tipo de cambio fijo demuestran ser mas vulnerables a las crisis cambiarias, así como a crisis gemelas y bancarias. En este sentido, ambos regímenes tienen diferentes ventajas, y no existe un régimen apropiado para todos los países en todas las circunstancias, pero se deben tener en cuenta los costes y beneficios de los regímenes cambiarios a la luz de la realidad económica e institucional de cada país².

En el estudio de la balanza de pagos de un país, el elemento esencial que hace que la presencia de un desequilibrio de balanza de pagos sea preocupante es el régimen cambiario que se haya elegido. En regímenes de tipos de cambio fijo o cualquiera de sus variantes, el banco central debe responder con intervenciones automáticas o discrecionales, siendo las probabilidades de éxito de esta estrategia limitadas, debido a que las intervenciones del banco central están restringidas por la disponibilidad de reservas o por la dificultad de mantener de modo indefinido contracciones monetarias severas.

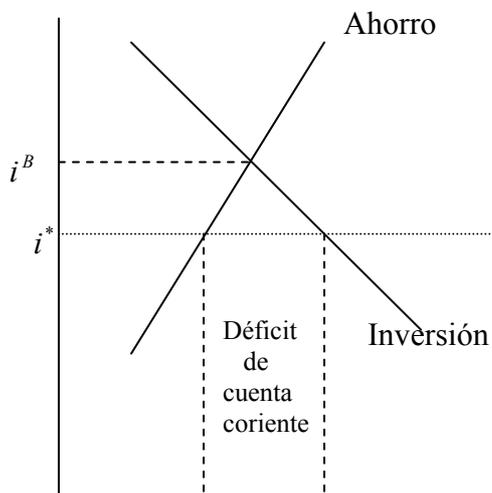
3. BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE Y LOS MERCADOS FINANCIEROS DOMÉSTICOS

En una economía cerrada, la inversión nacional se financia exclusivamente con ahorro nacional, sin embargo, en una economía abierta (a los flujos financieros internacionales), el ahorro extranjero puede complementar el ahorro interno. Para hacer más explícito este resultado, se usará el siguiente gráfico, donde llamamos i^A e i^B a los tipos de interés en los países A y B, respectivamente, en un escenario de autarquía financiera. En el caso de liberalización de flujos financieros internacionales, denominamos por i^* al tipo de interés internacional. Asumiendo que $i^A < i^* < i^B$, como se observa en el gráfico, se originan flujos financieros desde el país A al B.

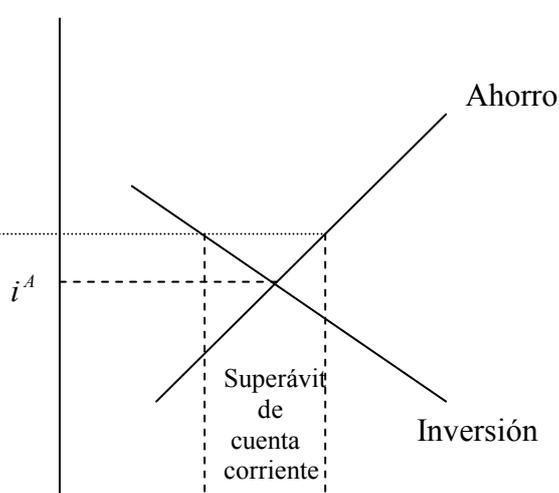
²Rupa duttagupta y otros, (2005).

Oferta y demanda de fondos prestables

Oferta y demanda de fondos prestables
En el país B



Oferta y demanda de fondos prestables
En el país A



La diferencia entre el ahorro y la inversión en cada país, que promueve los flujos financieros, puede relacionarse con los flujos comerciales y de rentas que integran la balanza por cuenta corriente. Esto puede verse acudiendo a la identidad de la renta o producto nacional bruto (Y) de la contabilidad nacional:

$$Y = C + I + G + (X-M) \quad (1)$$

Teniendo en cuenta que, además, la renta disponible, Y_d , es idénticamente igual al consumo, C , más el ahorro, S :

$$Y_d = Y - T \quad (2)$$

Siendo T los impuestos netos (los impuestos descontados las transferencias)

Sustituyendo (2) en (1) tenemos que

$$XN (X-M) = S + (T-G) - I \quad (3)$$

Considerando que $(T-G)$ es el superávit o ahorro público, la identidad (3) la podemos expresar como sigue:

$$XN = ST - I \quad (4)$$

Donde el ahorro total **ST** lo hemos definido como la suma del ahorro público y el ahorro privado.

La relación (4) establece de forma explícita la interdependencia entre los mercados de bienes y los mercados financieros ya que muestra la relación entre el movimiento internacional de fondos para la acumulación de capital, **ST-I**, y el movimiento internacional de bienes y servicios, **XN**.

La parte derecha de la relación (4) es la inversión exterior neta, esto es, el exceso de ahorro interior sobre la inversión interior, y equivale a la diferencia entre lo que prestan los residentes del país a los extranjeros y lo que reciben prestado de los extranjeros. De forma que si existe superávit en la cuenta corriente, el país actúa como prestamista neto en los mercados mundiales. Por el contrario, en presencia de déficit comercial, el país es prestatario neto.

De este modo, si la economía presenta déficit por cuenta corriente, para financiarlo cabe recurrir a alguna de las partidas financiadoras, tales como:

- Vender activos nacionales (acciones, propiedades inmobiliarias, la propiedad directa de sociedades anónimas, etc.) a residentes extranjeros.
- Pedir prestado a los bancos extranjeros.
- Vender activos exteriores que se poseen en el extranjero.

Gracias a la complejidad y diversidad existente entre los distintos países en el ámbito económico y la intensificación de la globalización de las economías del mundo, surgen los llamados «desequilibrios globales»³, que aluden a la recurrencia de elevados déficits por cuenta corriente en determinados países (principalmente, Estados Unidos), financiados por los superávits, en algunos casos también muy elevados y persistentes, de un vasto número de países. Los desequilibrios globales —cuya propia denominación sugiere que en el largo plazo son insostenibles²— fueron ampliándose desde el comienzo de esta década hasta 2007, año en el que la suma de los superávits de cuenta corriente en todo el mundo superó el 2% del PIB mundial, frente al 0,7% en 2001.

La cuestión es que los déficits por cuenta corriente están financiados por la venta de activos domésticos a extranjeros. Esto significa que la posición corriente que un país pueda mantener a medio plazo estará determinada por el ritmo al cual los extranjeros quieran acumular ese pasivo financiero del país (bonos, depósitos, deuda bancaria, stocks, etc.). Si los extranjeros

³ Enrique Alberola y José María Serena (2009)

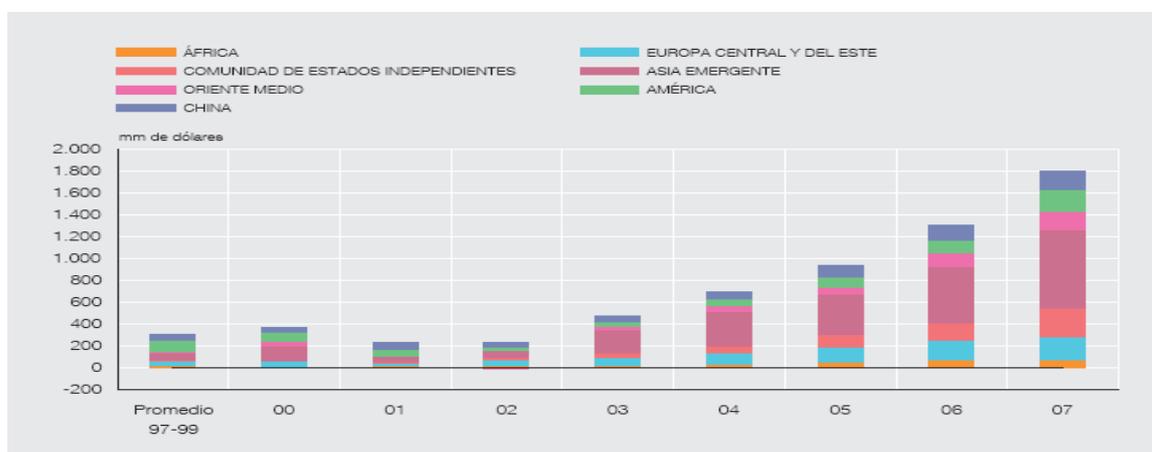
pierden confianza en el país, ellos reasignarán rápidamente sus carteras, forzando masivos flujos de salida de capital y un fuerte proceso de ajuste en el país en cuestión.

Por consiguiente, en el tema de los déficits por cuenta corriente continúa siendo una cuestión algo controvertida si los “grandes” déficits por cuenta corriente fueron, de hecho, la causa fundamental de la crisis del este de Asia. Analizando la evidencia estudiada por Corsetti y otros (1998), toma fuerza la opinión de que los grandes déficits por cuenta corriente fueron uno de los principales factores desencadenantes de la crisis. Según este estudio, “en conjunto, los países que fueron atacados en 1997 parecían ser aquellos con grandes déficits por cuenta corriente durante los años 90”, lo cual sugiere que este desequilibrio podría haber tenido un papel de peso.

En definitiva, la información que proporciona la balanza de pagos por cuenta corriente sigue siendo válida para el análisis financiero. Sin embargo, su importancia relativa es muy diferente, según el grado de desarrollo y el diseño de la política económica de los países. Así, el déficit por cuenta corriente sigue siendo un indicador cuyo seguimiento es importante en países emergentes, en países con regímenes cambiarios fijos o semifijos, o en los que los flujos financieros con el exterior están sometidos a una gran volatilidad. Por el contrario, en países desarrollados con sistemas de tipo de cambio flexible, con un alto grado de desarrollo y de credibilidad de su política monetaria (y fiscal), y en aquellos incluidos dentro de una unión monetaria que tienen esas características, las posibilidades de que el desequilibrio por cuenta corriente genere una perturbación rápida y extrema en los tipos de cambio son más remotas.

Otro rasgo característico de la economía internacional en la presente década, que se ilustra en el gráfico 1, es el fuerte aumento de los flujos financieros privados hacia economías emergentes, que se ha multiplicado por ocho entre 2001 y 2007.

Gráfico 1: Desequilibrios globales: posición cuenta corriente como porcentaje del PIB global



Fuente: Tomado de Enrique Alberola y José María Serena y WEO (Fondo Monetario Internacional).

A la vista del gráfico, se observa que existe un enorme reciclaje de recursos financieros hacia el exterior para ajustar la posición acreedora en términos netos de las economías, cuyos principales medios de acumulación de reservas internacionales y los fondos de riqueza soberana (FRS) estando ambos concentrados en las economías emergentes⁴.

La mayor acumulación de reservas se ha producido en Asia (incluyendo Japón), y singularmente en China, que acumula más de 1,5 billones de reservas internacionales. Por su parte, América Latina, ha acumulado grandes cantidades de reservas internacionales en relación con el tamaño de la región (un 12,7% de su PIB), que, no obstante, resultan pocas comparándolas con las reservas mundiales (tan solo un 6,5% de las mismas).

3.1. El Precio de las materias primas

Entre los años 2002 y la primera parte de 2008, América Latina se benefició de la subida más intensa y persistente desde la década de los años ochenta en los precios de las materias primas, que constituyen los principales productos de exportación de muchos países de la región, tal como se observa en el gráfico 2:

Gráfico 2: Precio de materias primas



Fuentes: Tomado de Juan Carlos Berganza, Sonsoles Gallego, Luis Molina y José María Serena, y CBR y FMI.

En este incremento notorio de los precios de las materias primas influyó fuertemente el ciclo de crecimiento económico global y la integración de China en la economía mundial, que estimularon la demanda de materias primas, así como factores relacionados con la inelasticidad de la oferta o el alto coste marginal de producción, dado que son productos que requieren una considerable inversión para su proceso; estos factores han permitido que América Latina haya disfrutado de una de las fases de crecimiento más robusto y con menores desequilibrios de su historia reciente⁴.

En este sentido, este incremento experimentado en el precio de las materias primas, es principalmente importante para economías sumamente dependientes de su exportación de crudo, como es el caso de Venezuela, el cual es un país monoprodutor y en donde las exportaciones de petróleo supone más del 50% de las exportaciones totales.

En la línea de los modelos de Dornbusch (1980) y Obstfeld y Rogoff (1988), la mejora de los términos de intercambio supone un incremento de la renta y del poder adquisitivo del país. Como se discute en López, Alberola y Berganza (2009), la mayor renta induce una expansión de la demanda, que afecta a todos los bienes, incluidos los no comercializables, que es donde tienden a concentrarse las presiones al alza de los precios, y que se suma al impacto inflacionista derivado directamente del aumento de los precios de producción (desplazamiento a la izquierda de la curva de oferta).

Por ende, el impacto del alza de los precios de las materias primas sobre la economía de los países exportadores es inflacionista (en mayor medida que en los importadores, por el efecto provocado sobre la demanda de la mejora de los términos de intercambio) y, en principio,

⁴ Juan Carlos Berganza y otros, (2009).

positivo sobre la actividad. Además, el ajuste hacia el equilibrio derivado de la perturbación sobre los términos de intercambio requiere una apreciación del tipo de cambio real, mayor cuanto más permanente sea esa mejora. La apreciación incrementa la demanda de importaciones en detrimento de los bienes no comercializables internos, de manera que el superávit exterior tiende a contenerse y el exceso de demanda interno se corrige⁵.

Un elemento que determina el impacto final sobre la economía y el bienestar es la distribución de la mayor renta proveniente de las materias primas, ya que el aumento del ingreso se filtra a la economía, pero la magnitud y distribución de esa transferencia depende de la estructura de propiedad de los recursos (nacional o extranjera, pública o privada). Y en países como Ecuador, México o Venezuela las materias primas son consideradas recursos nacionales, por lo que es justificable la captación de parte del ingreso por el sector público, en este caso, mediante la propiedad directa de las empresas, por lo que estos países han optado por maximizar las rentas extraordinarias procedentes del aumento de los precios de las materias primas a través de una imposición muy elevada.

Según Enrique Alberola Ila y Santiago Fernández de Lis *“El aumento de las reservas en los países emergentes incide también sobre las condiciones financieras internacionales a través de su impacto sobre la liquidez global. Este efecto depende fundamentalmente del grado en que se esterilicen los aumentos de reservas. Si el aumento de reservas no se esteriliza, tiende a aumentar la liquidez de la economía y se contribuye al incremento de la liquidez global”*.

4. RESERVAS INTERNACIONALES Y ESTERILIZACIÓN. CAUSAS Y CONSECUENCIAS

Como se vio anteriormente, en un sistema de tipos de cambio flexibles, el mercado de cambios se ajusta al cambiar la oferta y/o demanda de divisas depreciándose o apreciándose la moneda nacional sin intervención del Banco Central. Sin embargo, en un sistema de tipos de cambio fijos o de fluctuación intervenida, el ajuste se produce con la intervención del Banco Central aumentando la oferta o demanda de divisas, cambiando, en consecuencia, su stock de reservas de divisas.

En este contexto, ¿qué relación existe entre el régimen de tipos de cambio y la liquidez de la economía? El cuadro siguiente presenta, de forma muy simplificada, los principales elementos del balance del Banco Central. Prescindiendo del activo físico, los recursos del Banco Central están integrados por los activos que posee sobre el sector exterior (las reservas de oro y divisas) y por el crédito interno (constituido básicamente por el crédito al sistema bancario). En el pasivo del balance aparece la base monetaria (integrada por el dinero legal en circulación y

⁵ Enrique Alberola y José Ma Serena (2007).

los depósitos que mantienen los bancos comerciales en el Banco Central) que es uno de los determinantes de la oferta monetaria.

Activo	Pasivo
Reservas de divisas (RDN)	Pasivos externos (-RDN)
Crédito interno al sistema Bancario (CSB)	Dinero en Circulación (M)
Otros activos domésticos (OA)	Reservas del sistema bancario (M)
	Bonos (-CSD)

A la vista de su balance, se observa que si el Banco Central interviene en el mercado de cambios comprando o vendiendo divisas, se producirá una variación en el lado del activo que incluye el crédito interno y las reservas de divisas, y, en consecuencia, una modificación de igual signo en la parte del pasivo que incluye principalmente los bonos y la base monetaria, que comprende a su vez el dinero en circulación (M), obtenido principalmente mediante requerimientos de reservas. Es importante mencionar, que las reservas internacionales netas (RDN) son iguales a las reservas de divisas menos los pasivos externos, y los activos netos domésticos (CSB) son la suma del crédito al sistema y otros activos menos los bonos. Es decir:

$$M = CSB + RDN, \text{ y por lo tanto, } \Delta RDN = \Delta M - \Delta CSB$$

Dadas estas identidades y sin la existencia de un banco central, un incremento en las reservas internacionales (RDN) genera un incremento en el dinero en circulación y en la liquidez de la economía doméstica, la cual puede dar lugar a una expansión del crédito y presiones inflacionistas y amenazar los objetivos de la política monetaria de los bancos centrales⁵.

Un modo de romper este proceso a través del cuál las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios (como consecuencia de un desequilibrio en la balanza de pagos) repercuten en la base monetaria y la oferta monetaria del sistema es la llamada *esterilización*. Del cuadro anterior se deduce que si el Banco Central compensa la variación de las reservas de divisas con cambios, de sentido opuesto, en el crédito interno puede mantener constante la base monetaria y, por consiguiente, la oferta monetaria. En tal caso se dice que el Banco Central esteriliza su intervención en el mercado de divisas, de manera más detallada la esterilización conllevaría a una reducción de los activos netos domésticos, que pueden llevarse a cabo de distintas maneras, o por medio de un aumento de la reserva obligatoria de los bancos (que aumentan la base monetaria, sin expandir el dinero en circulación.). La esterilización también se puede realizar a través de instrumentos de mercado, mediante

emisión de bonos, ya sea del gobierno o del banco central (lo que implica un aumento de el pasivo), o utilizando los pactos de recompra (repos)⁶ y contratos de permuta financiera (swaps)⁷, o por facilidades de depósito a un día (overnight), y también mediante instrumentos que no son necesariamente de mercados financieros como depósitos del gobierno en el banco central o ventas de reservas al gobierno (con el fin de reducir su deuda externa, por ejemplo). Mediante cualquiera de estos mecanismos de esterilización mencionados, el incremento del dinero en circulación será menor al de las reservas internacionales, y en consecuencia, mientras más profundo sea el mercado financiero doméstico mayor será el número de instrumentos potenciales de esterilización.

Las consecuencias de esterilizar a través de los instrumentos de mercado, es primeramente un aumento en la deuda del banco central, remunerada a un tipo de interés dado, siendo reflejado parte de esos costes en los precios, y mediante perturbaciones en el sistema financiero más difíciles de identificar. Cuando hay una diferencial de tipos de interés entre el rendimiento de los activos y el rendimiento de los pasivos, existe un coste explícito, a veces llamado coste cuasi-fiscal de mantener reservas⁵. Estas operaciones de mercado abierto puede dar lugar a aumentos en las tasas de interés si la oferta de fondos es elevado en relación con la demanda de los mismos, y si ocurren tanto aumentos en la deuda como en la tasas de interés se producen riesgos potenciales de monetización de la deuda. En efecto, a gran escala, incluso cuando el sistema financiero absorba las emisiones sin elevar las tasas de interés la gran emisión de bonos pueden crear un efecto de exclusión en el sector privado si hay un gran deseo por esos bonos, dado que a medida que los bonos domésticos adquieren importancia dentro de la cartera de los intermediarios financieros, reducen otros activos de inversión, y de esta manera podría surgir el problema de la escasez de crédito, aumento de las tasas de interés para préstamos privados, y así sucesivamente.. Por otra parte, si la cartera del sector bancario se concentra en la deuda pública, puede existir un peligro para la estabilidad financiera doméstica y conflictos entre la política monetaria y estabilidad financiera.

Por su parte, la esterilización a través de políticas fiscales, tales como los depósitos del gobierno sobre el banco central, no introduce distorsiones directas en la economía pero atenta contra la independencia del banco central, y expone al banco central a un incremento repentino de la base monetaria si el gobierno cambia su compromiso, y solicita sus depósitos de nuevo. Las ventas de reservas de divisas para el gobierno que se pagan con dinero en efectivo son una buena forma de esterilización, ya que drena la liquidez en forma permanente. Sin embargo, se pueden plantear problemas de independencia del banco central o la dependencia sobre el gobierno para participar en una operación de ese tipo.

⁶ Operación financiera por el que se compra/vende un activo financiero (título de deuda pública) a un precio dado y a la vez se pacta la futura venta o compra del mismo activo a un precio fijado, El rendimiento de la inversión será, pues, la diferencia entre el precio de venta y el de compra del valor.

⁷ Un contrato swap obliga a las dos partes a intercambiar flujos de efectivo especificados a intervalos de tiempo especificados. En un swap de tasas de interés, los flujos de efectivo se determinan por medio de dos tasas de interés diferentes, por ejemplo el intercambio de un tipo fijo a otro variable.

Por otra parte, la tenencia de reservas expone a un segundo tipo de costes, los derivados de los efectos de valoración negativos que se producen cuando los tipos de cambio se aprecian frente al dólar, en este sentido, si nos encontramos ante un tipo de cambio flexible, la acumulación de reservas por parte del banco central evita la apreciación del tipo de cambio, pero, si no se esteriliza, se produce una expansión de la base monetaria, que favorecerá el aumento de las presiones inflacionistas, lo cual generará una apreciación del tipo de cambio real.

Existen factores que determinan la demanda de reservas por parte de un país, las cuales están ligadas a sus funciones dentro de la economía y entre los cuales destaca: En primer lugar, la de valer como medio de pago en las transacciones con el exterior, para lo cual han de ser aceptadas internacionalmente o ser transformadas en tales a un valor par fijo, sirviendo de respaldo a la circulación monetaria interna, y en segundo lugar, las reservas son una forma específica de mantener la riqueza de un país, compitiendo con otras alternativas como la inversión en bienes reales de capital.⁸

La acumulación de reservas está más orientada a mantener la competitividad de la economía a través del tipo de cambio. Hasta hace poco el nivel requerido de reservas internacionales se deducía de reglas empíricas como los "tres meses de importaciones". Después de la crisis de los 90's la capacidad de las economías se basó en los préstamos internacionales para el servicio de su deuda externa, y eso ha hecho en parte que los países emergentes tengan excesos en sus reservas. Las causas del incremento de las reservas internacionales son diferentes. Las dos principales causas de la acumulación de reservas identificadas en la literatura son el motivo precautorio o de autoaseguramiento y las intervenciones para controlar la evolución del tipo de cambio. Al detallar las causas de la acumulación de reservas para los países emergentes se pueden mencionar dos factores como⁹:

- Seguros contra shocks: Los países en desarrollo son más vulnerables a las crisis económicas que los países de la OCDE, y la volatilidad de PIB real es mucho mayor (Kaminsky et al., 2004), y en donde los shocks externos (sudden stops) explican una parte importante del crecimiento de la economía de América Latina durante el decenio de 1990 (Calderón y Schmidt-Hebbel, 2003)., y donde los países emergentes han incrementado su acumulación de reservas para disminuir el impacto de futuros ataques especulativos de capitales auto asegurándose frente a la comunidad internacional y así suavizar los shocks adversos, sin embargo, al transcurrir el tiempo la persistencia de grandes superávits en la cuenta de capital ha dado lugar a una acumulación de

⁸ Carlos Hernández D. y Oswaldo Rodríguez L., (1977).

⁹ Christian Noyer (2007).

reservas oficiales sin precedentes; esto debido al efecto disuasorio que puede tener la política de acumulación de reservas frente a los ataques especulativos;

- Acumulación de reservas como instrumento de política de crecimiento: Para el caso de las economías emergentes Asiáticas, se argumenta que persiguen una estrategia de crecimiento impulsado por las exportaciones manteniendo subvaluado su tipo de cambio, mientras le prestan fondos a los Estados Unidos para su deficitaria cuenta corriente.

Dentro de las reservas internacionales existe una proporción que se invierte en los llamados Fondos de Reserva Soberana (FRS), los cuales, son fondos que recogen los ingresos excedentarios en caso de que los precios de las materias primas se encuentren muy elevados, y pueden examinarse como el resultado de una acción de política económica orientada a amortiguar el impacto del ciclo de las materias primas sobre la economía nacional, siendo su principal propósito el de distribuir el bienestar en el tiempo para paliar el riesgo de los shocks económicos en los países dependientes de materias primas, y por ejemplo, para un país exportador de petróleo dichos fondos deberían diversificarse en activos incorrelacionados con los precios del petróleo y así disminuir el impacto de bajada en caso de bajada en dichos precios.

De acuerdo con la identidad de balanza de pagos, la acumulación de activos soberanos externos no es sino la contrapartida de un superávit de cuenta corriente y de la entrada neta de capitales. Desde un punto de vista macroeconómico, ambos factores suponen una perturbación expansiva e inflacionaria sobre la economía, cuya adaptación necesita un ajuste interno: una apreciación del tipo de cambio real que tiende a reducir la competitividad y a disminuir el superávit comercial, moderando la actividad nacional.

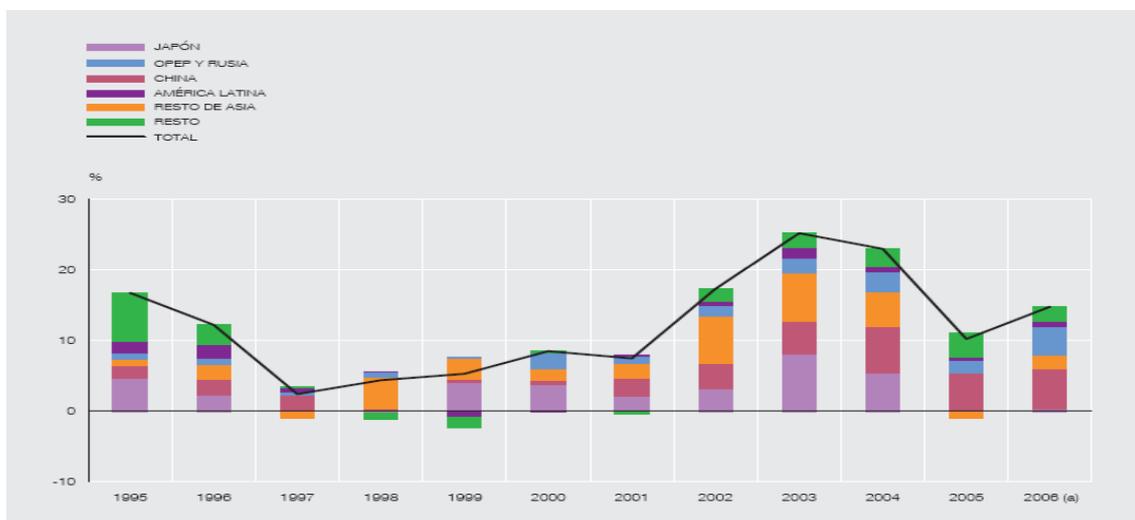
El exceso de acumulación de reservas puede conducir a desequilibrios financieros internos. Esto puede ser causado por la esterilización incompleta o ineficaz, y aún cuando las reservas son esterilizadas, su acumulación, genera importantes costes como son los fiscales, generalmente asociados al coste de oportunidad de mantenerlas inmovilizadas en el banco central, frente a usos alternativos más rentables, sin embargo, estos costes son poco visibles y resultan de difícil medición y solo tienden a manifestarse a muy largo plazo.¹⁰

Por último, si la esterilización se realiza mediante emisión de títulos públicos del banco central, se producen problemas de efecto desplazamiento de los inversores privados y reducción del crédito al sector privado, así como presión al incremento sobre los tipos de interés nacionales. Además, la acumulación y elevadas tenencias de reservas pueden generar costes adicionales

¹⁰ Enrique Alberola y Santiago Fernández de Lis (2007).

para el banco central, resultado del diferencial negativo entre el rendimiento obtenido por sus activos y el coste de su pasivo.

Gráfico 3: Crecimiento de las reservas y contribución por área geográfica



Fuente: Tomado de Enrique Alberola y José María Serena y el Fondo Monetario Internacional (Internacional Financial Statistics).

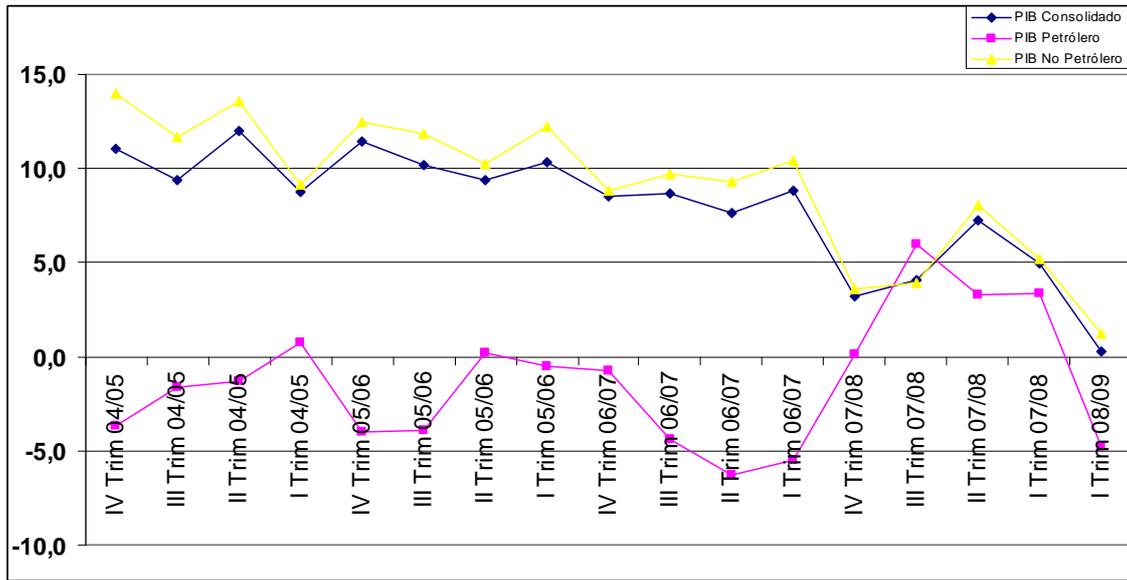
Como se observa en el gráfico 2, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y Rusia, son el conjunto de países cuyo crecimiento de las reservas en los últimos años ha sido mayor debido principalmente al incremento de los precios de las materias primas, en este caso, que el petróleo ha venido experimentando.

5. EL CASO DE VENEZUELA

5.1. Escenario macroeconómico

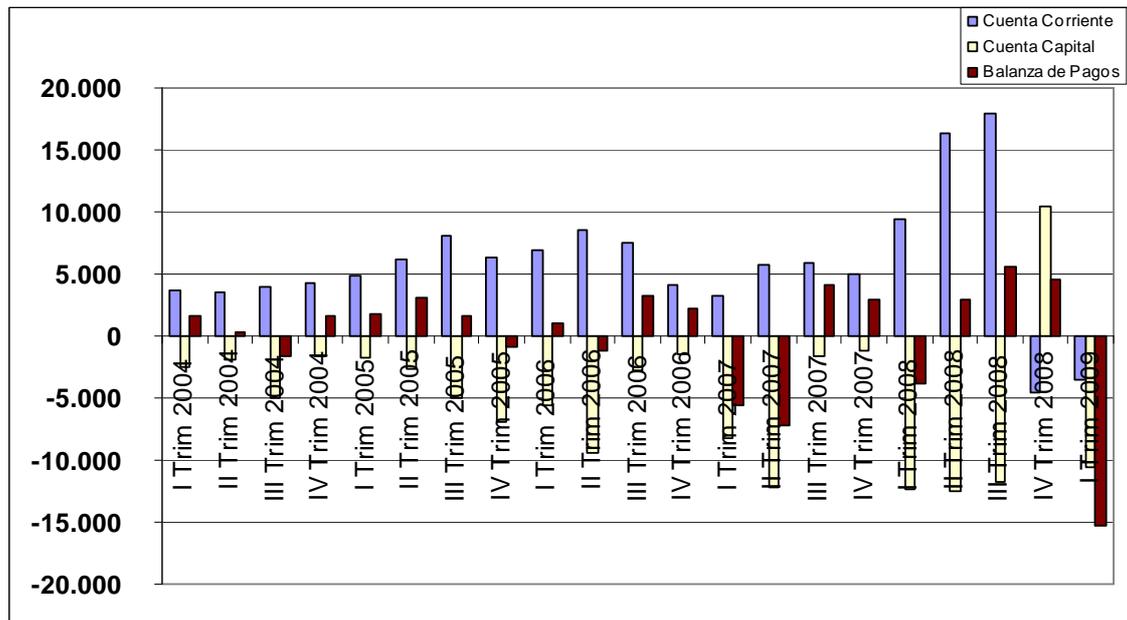
La situación y perspectivas de la economía venezolana son bastante peculiares en el actual contexto regional y mundial. En primer lugar, el precio promedio de la cesta de exportación de crudos y productos venezolanos ha alcanzado niveles record, superando los 100 dólares el barril, mientras que en los momentos actuales Venezuela se encuentra sufriendo la drástica reducción de los precios del petróleo y enfrentará más dificultades para importar bienes de capital y bienes intermedios. A continuación se presentan la evolución de las variables macroeconómicas más relevantes de la economía venezolana:

Gráfico 4: Producto Interno Bruto (Variación porcentual respecto al mismo periodo del año anterior)



Fuente: BCV.

Gráfico 5: Balanza de pagos, cuenta corriente y capital (USD Millones)



Fuente: BCV.

Las cifras de Balanza de Pagos y cuenta corriente de Venezuela han mostrado ser mayormente positivas gracias a los ingresos derivado del petróleo, sin embargo, en este particular escenario macroeconómico mundial con los precios del petróleo cayendo considerablemente, las última cifras emitidas por el Banco Central de Venezuela (BCV) al cuarto trimestre del año 2008, muestran una cuenta corriente deficitaria en USD 4.497 millones, compensada por el superávit registrado en la cuenta capital y financiera USD 10.423 millones, esto debido al descenso de los precios del petróleo en la mayor parte del segundo semestre de 2008 que determinó que el saldo en balanza comercial, principal componente de la cuenta corriente fuera negativo (USD -3.724 millones), por lo que se incurrió en el primer déficit en diez años¹¹. Las cifras para el primer trimestre del año 2009, reflejan un déficit de la balanza de pagos de USD 15.261 millones, originado por el déficit por cuenta corriente de USD 3.533 millones en contraste con el superávit de USD 9.722 millones registrado en el mismo periodo del año 2008 que refleja la contracción de las exportaciones petroleras y el ligero incremento de las importaciones, por su parte la cuenta capital mostró un déficit de USD 10.522 millones.

Como se observa en gráfico de la balanza de pagos, la cuenta corriente esta sufriendo una caída no observada desde el cuarto trimestre del 2001, donde existió un paro petrolero interno. En el primer trimestre del 2009, las exportaciones petroleras mostraron una contracción interanual de 55,5%, explicada por las bajadas de 51,5% en el precio promedio de la canasta petrolera venezolana y de 7,5% de los volúmenes exportados. Por su parte, las importaciones registraron un incremento interanual de 6,5%, a pesar de la contracción de 24,3% del monto de divisas liquidadas por el BCV al sector privado, reflejado por la disminución de las reservas la cual registro un saldo de USD 28.992 al cierre del mes de marzo, mostrando una reducción de 32,77% durante el primer trimestre del año y de 9,25% con respecto al cierre del primer trimestre del año anterior⁹.

La evolución de las importaciones resulta difícil de financiar con los menores ingresos externos y, por tanto, insostenibles. Siendo lo más probable la continuidad en las restricciones de asignación dentro del sistema de administración de divisas de Venezuela (CADIVI). Por lo tanto, la menor demanda derivada de la desaceleración económica como las restricciones administrativas impuestas por el deterioro de los ingresos externos petroleros torna muy posible la repetición de saldos deficitarios en cuenta corriente para el 2009, y en donde los ajustes en el nivel de importaciones compensarán el bajista escenario petrolero.

El crecimiento de la economía Venezolana en el primer trimestre del año 2009 se ubicó en 0,3%, respecto al mismo periodo del año anterior, lo que implica una desaceleración de 4,7% respecto al primer trimestre de 2008 y 2,90% respecto al cuarto trimestre del 2008. El sector petrolero mostró una caída de 4,8%, determinado por la política de recorte que sigue la industria petrolera en cumplimiento de la cuota de producción establecida por la OPEP.

¹¹ BBVA observatorio económico

5.2. El tipo de cambio

Como señala Reinier A. Schliesser R. (2004) *“Venezuela posee las características económicas de un país en el cual la elección del régimen cambiario cobra gran relevancia. En primer lugar, la economía está sustancialmente expuesta a shocks externos dada su condición de economía exportadora de petróleo. En segundo lugar la economía venezolana ha experimentado altas y volátiles tasas de inflación durante más de 15 años. En tercer lugar, Venezuela tiene en su historia reciente un expediente de colapso financiero de proporciones significativas¹²”*.

Para la determinación de la política cambiaria en Venezuela es de fundamental importancia el precio del dólar en Venezuela, el cual depende de las preferencias de los agentes por dólares, sus tolerancias al riesgo, la demanda por dinero en la economía, la demanda por otros activos e importaciones, entre otros factores, y de cómo estos elementos responden a la política monetaria. Aunque como es sabido a corto plazo, el tipo de cambio refleja la política monetaria del país.¹³

Venezuela a pasado por diversos regimenes cambiarios, el primero de ellos fue el tipo de cambio fijo instaurado entre 1964 hasta 1983, luego se cambio a un control de cambios desde 1983 hasta 1989, donde el control de cambios se baso en la definición de dos tipos preferenciales, 4,30 Bs. /USD y 6,00 Bs. /USD, y una tasa de cambio libre. Luego se instauró la flotación cambiaria entre 1989 y 1992; entre 1992 y 1994 prevaleció un sistema de mini devaluaciones donde el Banco Central interviniera activamente en el mercado monetario y cambiario para mantener la estabilidad de la cotización; para 1994 y hasta 1996 se instrumentó un control cambiario integral según el cual todas las transacciones, tanto corrientes como financieras, estaban cubiertas por una tasa de cambio única y la asignación de las divisas quedó a cargo de una junta donde participaban el BCV y el Gobierno nacional, posteriormente se implementó un sistema de bandas cambiarias entre 1996 y 2002, y en última instancia el 13 de febrero de 2002 se instrumentó un sistema de flotación cambiaria a través de subastas competitivas de divisas conforme el cual las divisas se asignan a quienes más las valoren, es decir, quienes oferten un precio más elevado, entre febrero de 2002 y enero de 2003, el tipo de cambio nominal acumuló una depreciación de 87% acompañado de volatilidades con tendencia a disminuir hasta septiembre de 2002 para luego a partir de octubre, volver a aumentar.

El 10 de febrero del año 2003, se instauró en Venezuela un régimen de tipo de cambio fijo con respecto al dólar Americano de 2,15 Bs. F. /USD (Bolívares Fuertes por dólar) y que ha sido un elemento importante de la política económica Venezolana en los últimos años. En principio, una paridad de tipo de cambio puede proporcionar un ancla monetaria esencial para la estabilidad de precios vinculando la política monetaria nacional a la tasa de inflación de una

¹² El costo del colapso financiero ha sido estimado en 13% del PIB (Rivero, 2000).

¹³ Rafael Romeu Barreiro (2004).

gran economía no inflacionaria, sin embargo, como se vio apartados anteriores este no ha sido el caso para Venezuela.

Además de lo expresado anteriormente un ancla nominal es poco sostenible a largo plazo para la gestión de la política monetaria, ya que como se observo anteriormente reduce la gama de opciones de política disponibles para responder a los shocks sobre la economía e introduce distorsiones en el proceso de ajuste a los cambios económicos estructurales. La paridad de tipo de cambio también plantea un dilema para la política monetaria entre el control de inflación y la limitación de entradas y salidas de capital extranjero, además de existir el riesgo de insostenibilidad de la paridad a largo plazo.¹⁴

Velasco y Tornell (1994), argumentan que bajo regímenes de tipo de cambio fijo los costos de la indisciplina fiscal son pospuestos (hasta que tiene cabida una crisis de balanza de pagos) mientras que con regímenes de tipo de cambio flexible o intermedios los costos de la indisciplina son sufridos de inmediato en la forma de una mayor tasa de depreciación. En consecuencia, un régimen de tipo de cambio fijo induciría a una menor responsabilidad fiscal. Por otra parte, bajo un régimen de tipo de cambio flexible puede surgir un sesgo inflacionario como consecuencia de la combinación de independencia monetaria e intereses de política en conflicto, además de la inminente devaluación inicial.

En virtud del régimen cambiario adoptado por Venezuela, las políticas nacionales se orientan a la consecución de un objetivo externo, lo que lleva consigo costos en términos de la pérdida de control sobre la política monetaria doméstica: la expansión y contracción de la liquidez para preservar el tipo de cambio de la moneda nacional frente al dólar, lo que hace más difícil el papel de la política monetaria para hacer frente a la estabilidad de precios y otros objetivos económicos.

Como se observará más adelante, la tasa de inflación en Venezuela en el momento actual cerro en 27,2% para el año 2008, superior a la observada para el año 2003 la cual fue de 24,3%, y que había venido descendiendo desde esa fecha y que para el primer trimestre del 2009 lleva acumulado un 4,8%. En este sentido, siendo uno de los principales beneficios del tipo de cambio fijo garantizar una mayor credibilidad, que influye beneficiosamente en el comportamiento de la inflación y siendo esta sumamente alta debido también a la escasa credibilidad del sostenimiento del tipo de cambio influido principalmente por las restricciones en el acceso a las divisas tanto a particulares como a los empresarios; lo cual afecta a al precio de las importaciones, ya que como lo manifiesta Eduardo Gómez Sígala, presidente de la Confederación Nacional de Industriales (Conindustria), *“Las industrias están reportando que los suministros que están recibiendo de sus proveedores, mayormente viene con un componente*

¹⁴ Lorenzo Cappiello y Gianluigi Ferucci (2008).

*de incremento de precios significativo porque no se les están suministrando las divisas oportunamente, por lo que están acudiendo al mercado permuta*¹⁵.

Bajo esta situación, una opción inmediata por la alta prima en el mercado permuta con respecto al dólar paralelo (aproximadamente 300%)¹⁶, sería la devaluación de la moneda, sin embargo, devaluar es una de las políticas más impopulares que puede adoptar un gobierno, porque equivale a una reducción de los sueldos y salarios de la población reflejándose por medio de una mayor inflación debido a que las importaciones se encarecerían, lo que perjudicaría excesivamente el poder adquisitivo de la población teniendo en cuenta que Venezuela es un país importador y monoprodutor.

Por lo tanto, una propuesta para paliar a corto plazo esta situación sería la adopción de un tipo de cambio paralelo con una posible inclusión de bandas cambiarias para la parte de tipo de cambio flotante, en donde se pueda flexibilizar un poco el tipo de cambio, y en parte debido a que cambiar a un régimen de flotación supondría una devaluación considerable, dada la situación actual de la economía Venezolana: Es importante mencionar que no existe ningún régimen cambiario sostenible si el resto de la política económica no está en línea con la estabilidad y los propósitos de hacer crecer una economía con la inflación más baja posible de manera sostenida en el tiempo. En el siguiente apartado se procederá a describir el funcionamiento de un régimen paralelo.

5.2.1. Tipo de cambio paralelo

Por definición, los mercados paralelos son aquellos en las que las transacciones con divisas son llevadas fuera de los canales oficiales, que incluye las instituciones financieras de reconocimiento oficial y los distribuidores oficiales de divisas. Los mercados paralelos aparecen como una respuesta a estas restricciones impuestas para operar en los mercados oficiales para ciertas transacciones comerciales y de capital. La mayoría de los países en desarrollo imponen restricciones en las transacciones de divisas, principalmente para la cuenta capital, lo que induce al surgimiento del Tipo de Cambio Paralelo (TCP).

Existen casos donde el (TCP) aplica solo a unas pocas transacciones, como es el caso del “switch pound” en el Reino Unido entre 1950 y 1967, sin embargo, la importancia del mercado paralelo radica en que el tipo oficial tiende a disminuir en importancia cuando el diferencial entre el tipo de cambio oficial (TCO) y el TCP se amplía, y en donde históricamente, existe evidencia entre los vínculos entre fuga de capitales, subfacturación de las exportaciones y la prima de mercado en el mercado paralelo. Esta prima de mercado refleja las presiones de demanda subyacentes que las restricciones se esfuerzan en contener, habiendo sido esta prima para los países europeos mucho menor que para los países latinoamericanos, ya que

¹⁵ <http://www.notitarde.com/>

¹⁶ <http://www.controldecambio.com/>

refleja la importancia del mercado paralelo como indicadores de la política monetaria y de representatividad de los precios de una importante parte de las transacciones económicas.¹⁷

Dada la importancia de la prima o diferencial de cambio entre estos dos mercados, es importante mencionar algunos factores que fijan su magnitud¹⁸:

1. Incrementos en el déficit gubernamental que si son financiados mediante la creación de dinero, se incrementaría el dinero en circulación y se depreciaría el tipo de cambio de mercado;
2. Disminución de las reservas, causadas por ejemplo, a través de incrementos en el déficit por cuenta corriente, podría acrecentar la salida de capitales y ampliar la prima, y por ultimo;
3. El desempeño de la economía domestica y la estabilidad macroeconómica.

En un régimen dual existen dos tipos de cambio aceptados oficialmente: un tipo de cambio comercial para las transacciones de la cuenta corriente (importaciones y exportaciones), y un tipo de cambio financiero para la cuenta capital, en donde el primero generalmente es un tipo de cambio fijo y el segundo esta determinado por el mercado. Existen situaciones en la que los países aplican diferentes tipos de cambios para diversos segmentos de transacciones de cuenta corriente, tales como importaciones o exportaciones consideradas “esenciales” y “no esenciales” para el país.

Los tipos de cambio duales son usualmente adoptados en respuesta a un shock macroeconómico (como fue el caso de Venezuela y Méjico en el estallido de la crisis de deuda), mientras que los mercados negros de divisas, surgen como una respuesta a los desequilibrios de mercado causado por las restricciones legales en los flujos comerciales y de capital, siendo estos mercados de diferentes tamaños, dependiendo de que tan extensivas son las restricciones, y la amplitud en la que el TCO es inconsistente con las condiciones macroeconómicas globales.¹⁹

La principal motivación para recurrir a un régimen dual, es protegerse a las reservas internacionales en una crisis de la balanza de pagos sin optar por grandes devaluaciones, la cual como se comento tiene efectos inflacionarios, y en donde este seria el caso si se adoptara un régimen flotante el cual puede ser dañino en el corto plazo debido al drástico cambio en el régimen, mientras que con la adopción de un sistema dual el banco central puede fijar el TCO y evitar perdidas en las reservas internacionales derivadas de la especulación contra la moneda

¹⁷ Reinhart, Carmen (2002).

¹⁸ Emma Xiaoqin Fan (2004).

¹⁹ Nita Ghei y Miguel A. Kiguel (1992).

domestica, la cual es canalizada al mercado paralelo, mientras que simultáneamente los precios domésticos están parcialmente aislados de la situación externa, ya que las autoridades pueden defender el TCO usado para el comercio, mientras mantiene un mayor control de la oferta monetaria.

El éxito en la implementación de los regímenes duales gira en torno a la segmentación de los diferentes mercados para las transacciones en divisas, siendo imposible una segmentación perfecta, y las diferencias en los tipos de cambio para los diferentes segmentos crea incentivos para el arbitraje a través de la sobrefacturación de importaciones y la subfacturación de exportaciones. Los regímenes duales pueden mermar las exportaciones, en los casos que los gobiernos compran las reservas internacionales de los exportadores con una moneda sobrevaluada, lo cual penaliza a aquellos quienes entregan la divisa al TCO (generalmente exportadores) y recompensaría a aquellos quienes lo compran a la tasa oficial (que pueden ser algunos importadores y los gobiernos), y debido a que los gobiernos son frecuentemente compradores netos de divisas, el TCP les proveería un motivo extra para obtener ingresos mientras mas alto este el tipo de cambio funcionando como un impuesto para los exportadores.

Respecto al aislamiento de los precios domésticos respecto a los internacionales, los regimenes duales solo proveen un aislamiento parcial, y donde el grado de aislamiento disminuye a medida que las autoridades utilicen el nivel de la prima del mercado paralelo para determinar el tiempo de devaluación del mercado oficial. La efectividad del régimen dual en términos de aislamiento de los precios domésticos disminuye cuando la fuga de capitales entre los dos mercados se hace más extensiva.

Otra dificultad en los regimenes duales, es que el alivio en la balanza de pagos obtenido por la adopción de sistemas duales, han sido en ocasiones transitorios, además la existencia de grandes diferencias entre los tipos de cambio fijo y de mercado pueden ocasionar varios problemas como la búsqueda de renta, conflicto de intereses y corrupción, en donde los que se aprovechan de tales diferencias buscaran mantener el sistema, lo que prolongaría la ineficiencia.

Se hará mención someramente de los posibles efectos que las diferentes políticas económicas o cambios del mismo pueden tener en un régimen dual, el cual a su vez, también aplica a los efectos que han tenido en un régimen de tipo de cambio fijo con existencia de un mercado negro como en la economía venezolana²⁰:

- Cambios del crédito domestico: Un incremento en el stock de crédito domestico proporciona un estímulo monetario y genera excesos de saldos reales en el sistema, el cual estimularía la producción, la inflación y disminuiría la tasa de crecimiento del stock

²⁰ Pierre-Richard Agénor (1990).

real de activos netos extranjeros, el cual teóricamente se trasladaría a una depreciación del TCP;

- Cambios en el gasto público: Un incremento del gasto público del gobierno que incremente el inicialmente el déficit presupuestario, produciría un efecto positivo en la producción, aumentaría la demanda de dinero y posiblemente los precios, y presionaría al alza el TCP, pero si el presupuesto se contrae, el crédito total se expande y ocasionaría una disminución en el stock de activos extranjeros.
- Devaluación en el TCO: El impacto inicial sería un incremento en la inflación y una depreciación menos que proporcional en el TCP, una disminución en la prima o diferencial cambiario, lo cual a su vez tendría un efecto negativo en la producción.

5.2.2. Sistema de bandas

Para mermar los efectos que puedan tener sobre la economía Venezolana los amplios diferenciales entre los tipos de cambio fijo y de mercado, como por ejemplo, la búsqueda de renta, conflicto de intereses y corrupción como se menciona en el apartado anterior, se estudiara como alternativa el uso de bandas cambiarias en el tipo de cambio determinado por las fuerzas de mercado.

La banda cambiaria es un sistema de tipos de cambio aplicado a un régimen cambiario flotante, que está respaldado por monedas fuertes, como el dólar. A grosso modo, este sistema consiste en seleccionar un rango o banda de valores dentro de la cual se situara el tipo de cambio, y en caso de que el tipo de cambio caiga fuera de la banda se retorna a un tipo de cambio fijo. Esto permite algún tipo de revaluación, pero tiende a estabilizar el valor de la moneda dentro de la banda. En este sentido, se trata de un compromiso entre un tipo de cambio fijo y un tipo de cambio flotante.

Los objetivos de la intervención y adopción de un sistema de bandas son generalmente los siguientes²¹:

- Evitar excesivos movimientos del tipo de cambio nominal, y lograr que sea compatible con el logro de la meta de inflación;
- Fortalecer la posición de liquidez internacional del país mediante la acumulación de reservas internacionales, sin comprometer el logro de la meta cuantitativa de inflación o causar desviaciones del tipo de cambio respecto a sus valores fundamentales;

²¹ José Darío Uribe (2003).

- Moderar movimientos bruscos y excesivos en el tipo de cambio de su tendencia reciente (20 días de media móvil). Esos movimientos pueden generar expectativas de apreciación o depreciación que puede dar lugar a una desviación significativa de los valores fundamentales del tipo de cambio.

En Venezuela se implementó anteriormente un sistema de bandas en el año 1996, y el mismo se ha caracterizado por mostrar²²:

1. Un desvío sistemático respecto a la paridad central con tendencia hacia el piso de la banda,
2. Una volatilidad relativamente baja de la tasa de depreciación, y
3. Cambios de volatilidad y de media de la tasa de depreciación en respuesta a choques exógenos.

El Banco Central de Venezuela teóricamente formuló las bandas y el valor al cual se esperaba que se mantuviera en función de la minimización los desvíos al cuadrado de la inflación con respecto a la inflación objetivo, obteniéndose el promedio de esta última como resultado de que el deslizamiento promedio del tipo de cambio es menor mientras mayor es la persistencia de la inflación pasada y mientras más alta es la relación de largo plazo entre el nivel de precios y el tipo de cambio.

Durante el régimen cambiario de bandas, se encontró a nivel empírico y según Garcés Díaz (1999), "la existencia de una relación estable y de largo plazo entre tipo de cambio y nivel general de precios caracterizada por una alta sensibilidad del nivel de precios al tipo de cambio, así como la existencia de una dinámica de corto plazo caracterizada por la presencia de niveles altos de persistencia inflacionaria". Por otra parte, el test de credibilidad de Bertola y Svensson²³ (1993) "*arroja que las expectativas de depreciación son una función inversa de la tenencia de reservas internacionales y directa de la posición relativa del tipo de cambio con respecto a la paridad central. Este test muestra al incremento de las reservas internacionales, a partir de abril de 1999, como la causa de la existencia de expectativas de apreciación cuando el tipo de cambio se ha ubicado por encima de la paridad central y no a las propiedades estabilizadoras de la banda*".

En un sistema de bandas, las expectativas de depreciación dependen de dos factores: la posición del tipo de cambio con respecto a la paridad central, y el nivel de reservas

²² Julio Pineda, Manuel Toledo y Harold Zavarce (2001).

²³ Este test hace referencia al grado de confianza de los agentes económicos sobre el mantenimiento de la banda de fluctuación dada, es decir, estudia la probabilidad de reajuste de un determinado tipo de cambio que está sometido a una zona concreta de oscilación

internacionales. Controlando por reservas internacionales, los resultados durante la existencia del sistema de bandas en Venezuela sugiere la existencia de expectativas de apreciación (depreciación) en el límite inferior (superior) de la banda, y como conclusión, según Julio Pineda, Manuel Toledo y Harold Zavarce (2001) *“las bandas creíbles requieren, en relación con los no creíbles, de un menor nivel de reservas internacionales para estabilizar las expectativas de depreciación. Por ello, la conducción de la política monetaria con una banda creíble tiene un menor costo social asociado”*.

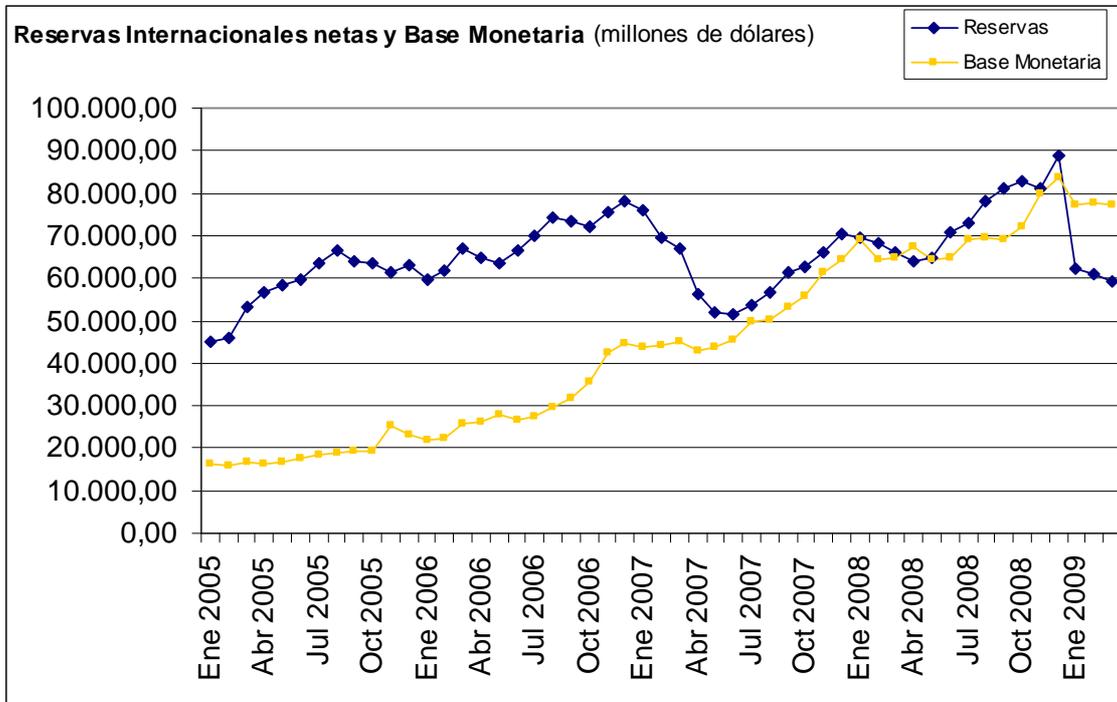
Lo importante de este sistema es que debe fijar una tasa de deslizamiento de la paridad central, que en Venezuela se fijo en 1,5% mensual, conforme a una meta de inflación, lo que implica una apreciación real cuando se espera un repunte de la inflación. La paridad central seleccionada para Venezuela fue igual a la del tipo de cambio observado el último día de la flotación (470 Bs. /USD) y la amplitud de la banda fue $\pm 7,5\%$ de acuerdo con el impacto promedio de los shocks en cuenta corriente. Por su parte, la pendiente se estableció en 1,5% mensual conforme al objetivo de inflación, y como concluyó José Guerra y Julio Pineda (2004) *“El comportamiento de la cotización al interior de la banda y de las ventas de divisas, pareciera indicar que el manejo de la banda por parte del Banco Central le imprimió al tipo de cambio un sesgo a favor de la estabilidad. Ello se corresponde con la intensificación del rol de ancla de la inflación que el instituto emisor le confirió al tipo de cambio a partir de 1999”*.

El sistema cambiario de Venezuela se debe flexibilizar debido a la regulación y escasez de divisas que afecta a la economía en general, y a las empresas en particular²⁴, y en donde el principal argumento para que esto no se produzca, es el señalado por el Ministro de Finanzas de Venezuela Alí Rodríguez quien señala que corregir la tasa de cambio no es viable, porque representaría un incremento en los precios de los alimentos y las medicinas. Sin embargo, este problema se puede solventar como se ha visto mediante un régimen dual, en el cual algunos bienes considerados fundamentales se transarían con un TCO y así se flexibilizaría medianamente el sistema cambiario, y se evitaría la escasez de bienes de primera necesidad, de insumos y de materias primas para la producción de bienes, y se lograría una mayor holgura para el gobierno en la concesión de divisas y se evitaría la excesiva restricción actual de divisas, que de seguir así se generará una fuerte contracción del aparato productivo y del desarrollo de la economía.

²⁴ La planta ensambladora del fabricante de automóviles estadounidense General Motors, responsable del 50% de la producción nacional de vehículos paralizará su producción en Venezuela a partir del 26 de junio de 2009 y al menos por tres meses debido a la falta de divisas, que le impide adquirir materias primas y cancelar deudas, informó la compañía.

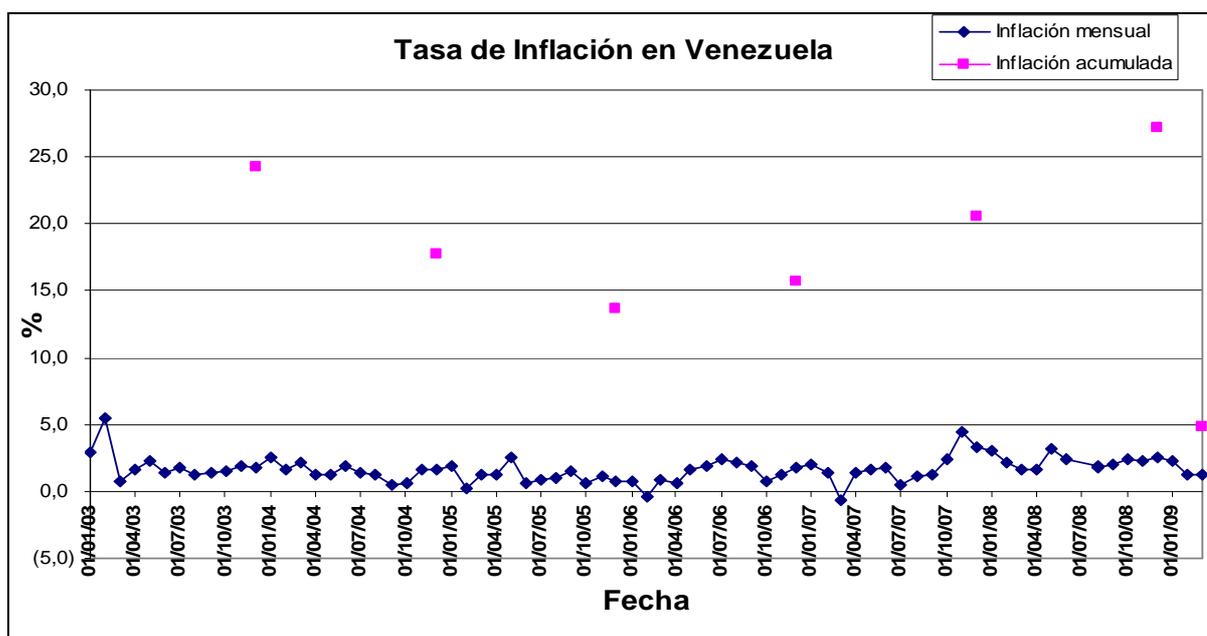
5.3. Reservas internacionales, esterilización y liquidez doméstica

Gráfico 6: Reservas Internacionales netas de Venezuela y base monetaria (millones de USD)



Fuente: Banco Central de Venezuela (BCV).

Gráfico 7: Tasa de inflación en Venezuela.



Fuente: BCV y cálculos propios.

Como se observa en el gráfico, consecuencia de los altos precios del petróleo las reservas internacionales de Venezuela siguen una tendencia ascendente, llegando a alcanzar su punto máximo en diciembre de 2008, y a partir de ese punto se pudo evidenciar una notable disminución de las reservas para mayo de 2009. Además, y como se apuntó anteriormente, la tasa de inflación de la economía Venezolana esta entre las más altas de America latina y para el año 2008 cerro en 27,2% superando la tasa del año 2003, es decir se observó para el cierre del 2008 la inflación más alta de los últimos cinco años.

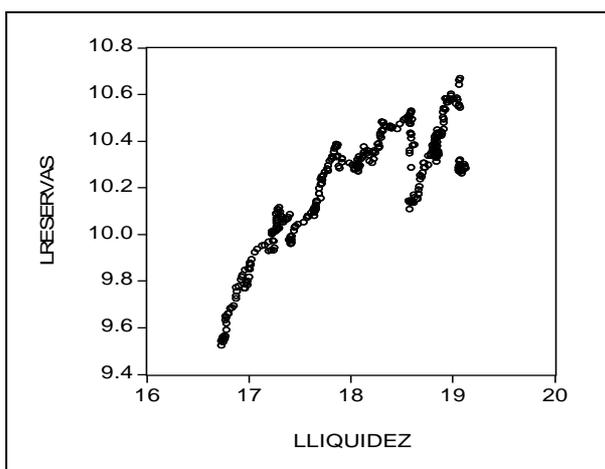
Para observar el nivel de esterilización de las reservas en los últimos años, se procederá a evaluar la relación entre el crecimiento del dinero en circulación, medido por la liquidez monetaria la cual esta conformada por monedas y billetes, depósitos a la vista, dinero y cuasi dinero (bonos quirografarios²⁵), y el crecimiento de las reservas internacionales en Venezuela.

Mediante un modelo de regresión simple, y tomando como variable dependiente el logaritmo de la liquidez monetaria y al logaritmo de las reservas internacionales como la independiente para así comprobar el grado de esterilización de las reservas en Venezuela, se observa como es de esperar una alta relación entre ambas variables:

$$\text{Log liquidez} = \alpha + \beta \text{ Log Reservas} + \epsilon$$

²⁵ Son títulos negociables al portador sin garantía real pero avalada por el banco emisor. No puede ser adquirido antes de su vencimiento por el instituto que los emite. Están respaldado por FOGADE (fondo de garantía de depósito y protección bancaria) hasta por 4.000.000 de bolívares. Tiene un vencimiento mínimo de 6 meses y máximo de 8 años. Sus intereses están exonerados del Impuesto Sobre la Renta, su emisión no puede exceder en 10 veces al capital pagado y reservas

Matriz de correlación



	Log Liquidez	Log Reservas
Log Liquidez	1	0.860232
Log Reservas	0.860232	1

Fuente: Eviews y cálculos propios.

Regresión

Dependent Variable: Log Liquidez				
Method: Least Squares				
Sample: 1 333				
Included observations: 333				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.090184	0.819386	-8.653045	0.0000
Log Reservas	2.463063	0.080248	3.069320	0.0000
R-squared	0.739999	Mean dependent var		1.805143
Adjusted R-squared	0.739214	S.D. dependent var		0.736733
S.E. of regresión	0.376229	Akaike info criterion		0.888751
Sum squared resid	4.685248	Schwarz criterion		0.911622
Log likelihood	-1.459770	F-statistic		9.420725
Durban-Watson stat	0.034231	Prob(F-statistic)		0.000000

Fuente: Eviews y cálculos propios.

En estas regresiones se incluyeron datos semanales que van desde el 1 de enero del 2003 hasta el 22 de marzo del 2009, siendo importante destacar que el 10 de febrero del 2003 se implemento en control de cambio o tipo de cambio fijo con respecto al dólar y que prevalece en la actualidad. Se detalla en primer lugar, la correlación entre ambas variables basados en la matriz de correlación la cual es de 86%, es decir, la relación entre la tasa de crecimiento de las reservas y la liquidez se encuentran correlacionados en ese porcentaje.

Con respecto al modelo de regresión simple los coeficientes de la constante y del logaritmo de las reservas (Log Reservas) son estadísticamente significativos como lo indica el Prob. o p-

valor²⁶. Para este modelo, el coeficiente de determinación (R^2) es de 74% que significa que aproximadamente 74% de la variación en la liquidez se explica por el cambio en las reservas, y los coeficientes que son significativos estadísticamente muestran que si las reservas internacionales aumentan 1%, en promedio, la liquidez se incrementa casi 2,46%. En términos formales la regresión quedaría representada de la siguiente manera:

$$\text{Log liquidez} = -7.0902 + 2.4631 * \text{Log Reservas}$$

Sin embargo, y pesar de tener un coeficiente de determinación muy alto esta regresión adolece del síntoma de regresión espuria, es decir, regresiones que tienden a admitirse como buenas, y que en realidad son relaciones económicas que sólo se deben a aspectos casuales. Esto se detecta por el valor extremadamente bajo del estadístico Durbin-Watson²⁷. De acuerdo con Granger y Newbold (1974) “*un $R^2 > d$, es una buena regla práctica para sospechar que la regresión estimada es espuria*”.

Este problema se debe a que las series de tiempo objeto de estudio son no estacionarias, para comprobarlo se realizara una prueba de estacionariedad formal llamada prueba de raíz unitaria, en la cual si se detecta raíz unitaria implica que la serie es no estacionaria pero se puede volver estacionaria aplicando una diferencia, esta prueba se basa en los test de Dickey-Fuller (DF) y Dickey-Fuller Aumentado (ADF) desarrollado en 1979 por dichos estadísticos y que prueban si una raíz unitaria esta presente en un modelo autorregresivo.

A continuación se muestran los test de DF para las series de reservas y liquidez en niveles:

Liquidez y Reservas en niveles

Null Hypothesis: LIQUIDEZ has a unit root			Null Hypothesis: RESERVAS has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend			Exogenous: Constant, Linear Trend		
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=2)			Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=2)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.731.450	0.7352	Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.894.254	0.6553
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-3.985.941		1% level	3.985.941	
5% level	-3.423.418		5% level	3.423.418	
10% level	-3.134.664		10% level	3.134.664	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			Augmented Dickey-Fuller Test Equation		

²⁶ Se rechaza la hipótesis nula (coeficiente no significativo) si el valor Prob. asociado al resultado observado es igual o menor que el nivel de significación establecido, en este caso 5%.

²⁷ Prueba utilizada en la detección de correlación serial o autocorrelación, en donde el valor de este estadístico “d” se encuentra entre 0 y 4. Si el valor d=0 existe correlación serial positiva, si es igual a 2 no existe correlación serial y si es igual a 4 existe correlación serial negativa.

Null Hypothesis: LIQUIDEZ has a unit root					Null Hypothesis: RESERVAS has a unit root				
Dependent Variable: D(LIQUIDEZ)					Dependent Variable: D(RESERVAS)				
Method: Least Squares					Method: Least Squares				
Date: 06/27/09 Time: 17:05					Date: 06/27/09 Time: 17:08				
Sample(adjusted): 2 333					Sample(adjusted): 2 333				
Included observations: 332 after adjusting endpoints					Included observations: 332 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LIQUIDEZ(-1)	-0.011361	0.006562	-1.731.450	0.0843	RESERVAS(-1)	-0.026087	0.013772	1.894.254	0.0591
C	57536.77	153779.4	0.374151	0.7085	C	6.366.524	2.747.469	2.317.232	0.0211
@TREND(1)	8.947.571	3.826.377	2.338.392	0.0200	@TREND(1)	0.819050	0.941160	0.870255	0.3848
R-squared	0.039208	Mean dependent var		549720.0	R-squared	0.015339	Mean dependent var		4.393.976
Adjusted squared	0.033367	S.D. dependent var		1349992.	Adjusted squared	0.009353	S.D. dependent var		9.279.003
S.E. of regression	1327278.	Akaike info criterion		3.104.415	S.E. of regresión	9.235.507	Akaike info criterion		1.650.332
Sum squared resid	5.80E+14	Schwarz criterion		3.107.854	Sum squared resid	2.81E+08	Schwarz criterion		1.653.771
Log likelihood	5.150.329	F-statistic		6.712.944	Log likelihood	2.736.552	F-statistic		2.562.566
Durban-Watson stat	1.859.282	Prob(F-statistic)		0.001388	Durban-Watson stat	1.904.156	Prob(F-statistic)		0.078645

Fuente: Eviews y cálculos propios.

Como se observa, ambas series tienen raíz unitaria ya que el valor del estadístico ADF para la serie liquidez y reservas es de -1,73 y -1,89 respectivamente, mientras que el valor crítico para ambos al 5% de significación es de -3,42 y por consiguiente al ser menor el estadístico ADF se acepta la hipótesis nula de no estacionariedad en niveles.

Dado que la serie es no estacionaria en niveles se procederá a diferenciar ambas series, es decir, restar el dato del periodo t con el del periodo t-1 y comprobar si la serie se puede tratar como una serie estacionaria para así poder ser estudiada mediante las técnicas econométricas de series temporales.

A continuación se muestran los test de DF para las series de reservas y liquidez en diferencias:

Liquidez y Reservas en diferencias

Null Hypothesis: D(LIQUIDEZ) has a unit root			Null Hypothesis: D(RESERVAS) has a unit root		
Exogenous: Constant, Linear Trend			Exogenous: Constant, Linear Trend		
Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=2)			Lag Length: 0 (Automatic based on SIC, MAXLAG=2)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-16.91812	0.0000	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-17.53463	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.986026	Test critical values:	1% level	-3.986026
	5% level	-3.423459		5% level	-3.423459
	10% level	-3.134688		10% level	-3.134688
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Augmented Dickey-Fuller Test Equation			Augmented Dickey-Fuller Test Equation		
Dependent Variable: D(LIQUIDEZ,2)			Dependent Variable: D(RESERVAS,2)		
Method: Least Squares			Method: Least Squares		
Date: 07/04/09 Time: 14:25			Date: 07/04/09 Time: 14:28		

Null Hypothesis: D(LIQUIDEZ) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Sample(adjusted): 3 333 Included observations: 331 after adjusting endpoints					Null Hypothesis: D(RESERVAS) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Sample(adjusted): 3 333 Included observations: 331 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LIQUIDEZ(-1))	-0.932507	0.055119	-1.691812	0.0000	D(RESERVAS(-1))	-0.967190	0.055159	-1.753.463	0.0000
C	136632.7	147646.6	0.925404	0.3554	C	1.545.314	1.031.699	1.497.834	0.1351
@TREND(1)	2.268.198	7.776.563	2.916.711	0.0038	@TREND(1)	-0.663349	0.535620	1.238.468	0.2164
R-squared	0.465993	Mean dependent var	6.457.538		R-squared	0.483844	Mean dependent var	0.734139	
Adjusted R-squared	0.462737	S.D. dependent var	1817346.		Adjusted R-squared	0.480697	S.D. dependent var	1.289.185	
S.E. of regression	1332083.	Akaike info criterion	3.105.141		S.E. of regression	9.290.216	Akaike info criterion	1.651.516	
Sum squared resid	5.82E+14	Schwarz criterion	3.108.587		Sum squared resid	2.83E+08	Schwarz criterion	1.654.962	
Log likelihood	#####	F-statistic	1.431.120		Log likelihood	2.730.260	F-statistic	1.537.335	
Durban-Watson stat	1.987.083	Prob(F-statistic)	0.000000		Durban-Watson stat	2.003.615	Prob(F-statistic)	0.000000	

Fuente: Eviews y cálculos propios.

Ninguna de las series tiene raíz unitaria ya que el valor del estadístico ADF para la serie liquidez y reservas es de -16,91 y -17,53 respectivamente, mientras que el valor crítico para ambos al 5% de significación es de -3,42 y por consiguiente al ser mayor el estadístico ADF se rechaza la hipótesis nula de no estacionariedad en diferencias, y por lo tanto la serie es estacionaria en diferencias.

Estas series son lo que en lo que la econometría de series de tiempo se denomina integradas de orden uno I (1), ya que en niveles son no estacionarios mientras que su primera diferencia "orden uno" es estacionaria, siendo la mayoría de las series de tiempo económicas I (1)²⁸. Como se advirtió anteriormente, la regresión de series no estacionarias puede ser la causa de la regresión espuria, sin embargo, si ambas series son series I (1) y hay una relación a largo plazo o de equilibrio entre ambas existe cointegración²⁹ entre las variables, y la metodología tradicional de regresión (incluyendo las pruebas t y F) son aplicables a este tipo de series no estacionarias en niveles

En la literatura de econometría de series de tiempo se han propuesto varios métodos para probar la cointegración, sin embargo aquí se utilizara por su simplicidad y exactitud el método de máxima verosimilitud de Johansen³⁰, el cual arroja los siguientes resultados:

²⁸ Damodar N. Gujarati (2004), Econometría Cuarta Edición.

²⁹ la cointegración significa que dos o más series de tiempo no estacionarias de orden uno, es decir I (1), están cointegradas si existe una combinación lineal estacionaria de estas series, es decir I (0), lo cual en consecuencia crea un vector de cointegración. Sin embargo, en términos económicos, dos o más series temporales son cointegradas si se mueven armónicamente a medida que transcurre el tiempo y las diferencias entre ellas son estables, es decir, son estacionarias.

³⁰ Es un método de estimación de parámetros basado en la maximización de la función de verosimilitud. El procedimiento fue sugerido por Johansen (1988), y posteriormente por Johansen y Juselius (1990), consta de dos pruebas, el Máximo Valor Propio (Eigenvalue) y la Prueba de la Traza (Trace) que permiten determinar el número de vectores de cointegración (r) (Enders, 1995).

Prueba de cointegración por el método de máxima verosimilitud de Johansen

Date: 07/04/09 Time: 15:09

Sample(adjusted): 6 333

Included observations: 328 after adjusting endpoints

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: LIQUIDEZ RESERVAS

Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test

Hypothesized		Trace	5 Percent	1 Percent
No. Of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Critical Value
None *	0.050520	1.777.325	15.41	20.04
At most 1	0.002344	0.769596	3.76	6.65

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level

Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 5% level

Trace test indicates no cointegration at the 1% level

Hypothesized		Max-Eigen	5 Percent	1 Percent
No. Of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Critical Value
None *	0.050520	1.700365	14.07	18.63
At most 1	0.002344	0.769596	3.76	6.65

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 5% level

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 1% level

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

LIQUIDEZ	RESERVAS
4.99E-09	0.000137
-2.84E-08	0.000211

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(LIQUIDEZ)	159145.1	-52140.75
D(RESERVAS)	-1.520.076	-2.872.511
1 Cointegrating Equation(s):	Log likelihood	-7.764.977

Normalized cointegrating coefficients (std.err. in parentheses)

LIQUIDEZ	RESERVAS
1.000.000	27374.15
	(8333.20)

Adjustment coefficients (std.err. in parentheses)

D(LIQUIDEZ)	0.000794
	(0.00036)
D(RESERVAS)	-7.58E-07
	(2.5E-07)

Fuente: Eviews y cálculos propios.

Estos resultados indican la presencia de cointegración entre ambas variables, debido a que el coeficiente de la prueba *Trace* es de 17,77 y el valor crítico para un 5% de error es de 15,41, y para la prueba *Eigenvalue* es de 17,003 mientras que el valor crítico para el 5% de error es de 14,07, por lo que las dos pruebas confirman la existencia de cointegración al 5% mas no al 1% como se observa en el cuadro, y se rechaza la hipótesis nula de no existencia de cointegración.

En este sentido, las regresiones anteriores tienen validez y sus valores no son provenientes de una regresión espuria.

Dados estos resultados, es evidente el gran efecto que tiene para la economía Venezolana el incremento de las reservas, ya que aumentos porcentuales en las reservas generan unos incrementos más que proporcionales en la liquidez, lo que concuerda con las altas tasas de inflación y liquidez observadas en los últimos años, y muestra que la política de esterilización no ha sido muy efectiva en evitar que se transmita la liquidez proveniente de las reservas en la economía, debido en parte a los rasgos particulares de la economía Venezolana en la que la intervención del banco central en el mercado de divisas, junto al financiamiento de los gastos del gobierno con los ingresos derivados del petróleo implica un vínculo entre los cambios en la base monetaria y la política fiscal, y en donde no todos los cambios en la base monetaria son originados por cambios en las reservas internacionales netas del banco central, ya que es posible observar la creación de dinero de origen fiscal, incluso en la presencia de un superávit fiscal.

El problema con los países miembros de la OPEP es que utilizando la identidad básica de la base monetaria, y la suposición simplificadora de que todas las exportaciones de petróleo se llevan a cabo por compañías petroleras del estado, supuesto que se cumple en la economía Venezolana, se llegan a las siguientes conclusiones:

$$\Delta BM = \Delta RIN + \Delta AND$$

Donde, **BM** es la base monetaria, **RIN** son las reservas internacionales netas y **AND** son los activos netos domésticos del banco central.

Bajo este enfoque, cuando se produce una exportación de petróleo, hay un aumento simultáneo en el **RIN** (debido a la venta de divisas por parte de las compañías petroleras al banco central) y en los depósitos del sector público no financiero en el banco central, es decir, una disminución de la **AND** para el mismo monto, para que no se produzcan cambios en la base monetaria. Y mientras el sector público no financiero financia los gastos con esos depósitos, los **AND** aumentan y la base monetaria se expande. Sin embargo, si esos cambios se producen dentro del mismo plazo, las cuentas del banco central revelarían una expansión en la base monetaria debido a un aumento en las **RIN**. Por otra parte, si el sector público gasta menos de lo que recibió de las exportaciones de petróleo, los **AND** reflejarían una disminución, compensando parcialmente el impacto del aumento de las **RIN**, por lo que las políticas fiscales tienen un efecto contractivo sobre la base monetaria.

Tal y como se comentó anteriormente, esta menor esterilización de las reservas afecta la oferta monetaria y por lo tanto la inflación en Venezuela, la cual cerró para Diciembre de 2008 en

27,2%. En estas altas tasas de inflación también influye la presencia de un régimen de administración de precios de amplia cobertura, por lo que existen desalineamientos (en algunos rubros) y la sobre-reacción de los precios nacionales al fenómeno mundial de elevación de precios de energía y alimentos. En una economía como la venezolana con un tipo de cambio fijo, las condiciones de arbitraje implicarían que los precios internacionales y domésticos tiendan a converger a una misma tasa de crecimiento para los bienes transables dado que serían libremente arbitrados y, en menor medida, para los bienes no transables tomando en cuenta que los insumos transables de estos productos también convergen a una misma tasa de crecimiento. Sin, embargo, el arbitraje se encuentra limitado con la vigencia del sistema de regulación de precios. Para el caso de los alimentos, la mayoría de los productores locales pertenecen al sector privado, por lo que la regulación de precios ha originado en muchos casos escasez por restricción de oferta. Esta estrechez de oferta ha inducido la comercialización de los productos en mercados no oficiales, valorados con prima respecto al precio regulado, situación que ha determinado presiones inflacionarias muy superiores a las observadas en los mercados internacionales. Por último, ya desde el segundo semestre del año 2006 el PIB observado habría superado el PIB potencial y posteriores aumentos en la demanda agregada tendrían escaso impacto en el crecimiento económico y se traducirían en crecimiento de los precios, como efectivamente ha venido ocurriendo.³¹

Se observa una disminución de los ingresos para el Gobierno de Venezuela como proporción del PIB para el año 2009, principalmente a causa de la reducción de los ingresos tributarios de origen petrolero, que se explica en el anclaje cambiario con respecto al dólar y en que la tributación fiscal petrolera se hace a un precio y volumen de referencia, y no al precio y volumen de producción efectivos del petróleo.

5.4. Reservas internacionales y política fiscal

Existe una conexión entre las reservas internacionales y las políticas fiscales que se hace más intensa para los países en desarrollo, esta relación se da en parte porque el tratamiento formal de la solvencia de un gobierno utiliza el concepto de los pasivos totales netos, que deduce las reservas internacionales del total de los pasivos del gobierno en la evaluación de la política fiscal, es decir, las reservas internacionales se reflejan como activos en los balances del gobierno. De acuerdo con un artículo de Therea Bradley titulado "Chávez promete cortar la deuda de Venezuela, usando reservas en fondos sociales", publicado en Bloomberg el 13 de enero de 2007, "*el presidente venezolano Hugo Chávez prometió recortar la deuda de su nación y canalizo USD 8,7 mil millones de sus reservas internacionales provenientes del banco central hacia un fondo para gasto social*"³², originándose en este caso una conexión directa entre las reservas internacionales y las políticas fiscales.

³¹ BBVA Servicio de Estudios Económicos.

³² Yan Zhou (2009).

En este sentido, puede existir también un impacto indirecto de las reservas sobre las políticas fiscales, un mayor stock de reservas internacionales puede mejorar la credibilidad de un país prestatario y poner al país en una mejor posición para llevar a cabo políticas fiscales contracíclica. De hecho, Calderón y Schmidt-Hebbel (2003) han demostrado que tanto las políticas monetarias y fiscales son contracíclicas (procíclicas), cuando la credibilidad es alta (baja) en Latinoamérica y el Caribe.

Estudios recientes sugieren que la política fiscal es muy pro cíclica para los países en desarrollo. Gavin y Perotti (1997) señalan que la política fiscal es procíclica en muchos países de América Latina, y para el caso de Venezuela el saldo fiscal total como porcentaje del PIB paso de 3% para el año 2007 al -0,2% para el 2008 debido a los menores precios del petróleo para el 2008, lo que confirma este comportamiento pro cíclico del gasto fiscal.³³

La explicación estándar para la política fiscal procíclica recae en las limitaciones de los préstamos. En los malos tiempos, muchos países en desarrollo, no pueden pedir préstamos, o pueden pedirlos sólo a muy altas tasas de interés, así que tienen que recortar el gasto público. En los buenos tiempos, resulta más fácil pedir prestado y por ello piden prestado y aumentan el gasto público. Otra explicación para las políticas fiscales pro cíclicas se encuentra en la distorsión política. Tornell y Lane (1999) identifican un "efecto voracidad", es decir, un shock tal como una caída inesperada en los términos de intercambio, perversamente genera un aumento más que proporcional en la redistribución fiscal y reduce el crecimiento. También indican que una disgregación de la concentración de poder da lugar a un crecimiento más rápido y una respuesta menos pro cíclica a los shocks. Alesina et al. (2008) argumentan que los votantes demandan más bienes públicos o impuestos más bajos para prevenir la corrupción por parte de los gobiernos de la apropiación de las rentas cuando la economía tiene una mejoría.

Con respecto a los factores políticos, Aizenman y Marion (2004), han demostrado en la literatura empírica para su modelo de reservas la idea de que la incertidumbre política y la corrupción efectivamente reducen el retorno del mantenimiento de las reservas internacionales, por lo que tanto la incertidumbre como la corrupción, se encuentran correlacionados negativamente con las reservas.

En otras palabras, las implicaciones teóricas del modelo son las siguientes, En ausencia de distorsiones políticas, un país con un ineficiente sistema de recaudación fiscal y limitaciones para la solicitud de préstamos tratará de acumular una mayor cantidad de reservas con motivo precautorio a fin de estabilizar su economía, ya que como se explico anteriormente, al producirse shocks adversos, las reservas internacionales en poder del banco central proporcionan una fuente alternativa de liquidez internacional y amortiguara algunas de las pérdida de ingresos fiscales, poniendo al gobierno en una mejor posición para llevar a cabo

³³ Servicios BBVA.

políticas fiscales (es decir, mayor gasto de gobierno y tipos impositivos más bajos durante las crisis económicas).

5.5. Movilidad de Capital³⁴ y Fuga de Capitales

El grado de movilidad de capital en el contexto de una economía pequeña se define como la reacción del saldo de la balanza de pagos ante cambios autónomos de la demanda agregada. Si un incremento en un componente autónomo de la demanda agregada, por ejemplo un incremento del gasto público, causa un déficit (superávit) de balanza de pagos, entonces se dice que la economía está caracterizada por la relativa inmovilidad (movilidad) de capital. Esto se debe a que el incremento inducido en el gasto de importación asociado al crecimiento del ingreso no es compensado por la entrada neta de capital causada por el alza de la tasa de interés interna.

Para conocer la efectividad de la política macroeconómica de un país, principalmente la política fiscal y monetaria, es necesario tener una idea acerca del grado de movilidad del capital ya que impone restricciones al manejo de las políticas macroeconómicas. Particularmente, la política monetaria puede resultar ser ineficiente como instrumento de estabilización cuando la economía muestra un alto grado de movilidad de capital. Una política restrictiva orientada a disminuir las presiones inflacionarias de un gasto expansivo, al inducir alzas de la tasa de interés puede causar un aumento de la oferta monetaria, debido al influjo de capitales, lo que compromete el rol de los instrumentos de política monetaria como herramientas deflacionarias.

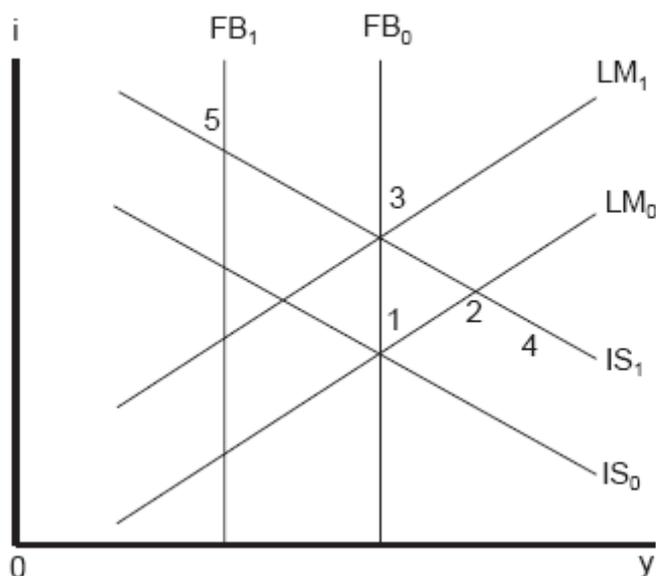
Existen modelos teóricos para estimar la movilidad de capital, como la hipótesis de ahorro-inversión desarrollada por Feldstein-Horioka (1980), la paridad de intereses y el modelo de Haque y Montiel (1990).

Basados en los resultados del trabajo de José Guerra y Harold Zavarce, *“la evidencia empírica de la economía venezolana exhibe un bajo grado de movilidad de capital que aunado a la adopción de un régimen de mini devaluaciones, incertidumbre política y desequilibrio fiscal permanente, debilita la efectividad de la política monetaria en el manejo de la demanda agregada y la inflación...según el modelo Mundell-Fleming (1968) la pendiente infinita de la función FB (equilibrio externo) indica que no existe un nivel de tasa de interés capaz de restablecer el equilibrio externo ante una expansión de la demanda agregada. Una expansión fiscal (desplazamiento de IS_0 a IS_1) acompañada de una incidencia expansiva sobre la base monetaria (desplazamiento de LM_0 a LM_1) determina un déficit de balanza de pagos asociado con el aumento del ingreso...Adicionalmente, como consecuencia de la crisis política de los años 90's que se manifiesta en incertidumbre cambiaria, se produjo un incremento de las salidas netas de capital privado, manifestándose a través de un desplazamiento hacia la*

³⁴ José Guerra y Harold Zavarce (1993).

izquierda de la función FB (de FB_0 a FB_1) que representa el ajuste recesivo requerido en el nivel de ingreso para restablecer el equilibrio externo, cuya corrección se lograría a través de una significativa contracción de la oferta monetaria, en virtud del bajo grado de movilidad de capital, que posicione la curva LM (no dibujada) hasta el punto 5".

Gráfico 8: Efectividad de la política monetaria con inmovilidad de capital. Shock fiscal e incertidumbre.



Fuente: José Guerra y Harold Zavarce (1993).

Con respecto a la fuga de capitales, la norma ha sido considerar las salidas como fuga de capital y las entradas como repatriación de capital. De esta manera la razón de hacer uso del término polémico de fuga de capital, en vez de salidas de capital privado o de ahorros de capital al exterior, entre otros, reside en que ha sido sugerido como resultado de los evidentes efectos nocivos que la fuga de capitales ha tenido en los países emergentes, además, de que la mayoría de las definiciones consideran las salidas del capital como fuga de capital, incluso si ocurrieron a través de canales perfectamente legales y dentro de un ambiente de libre convertibilidad de la moneda (Lessard y Williamson, 1987a). Así, la fuga de capital denota un flujo unidireccional debido totalmente a los crecientes riesgos económicos o políticos.³⁵

En este sentido, la cantidad de dinero que se fuga es la diferencia entre las salidas de capital totales y los flujos que se consideran como inversiones de cartera normales, por lo que la exportación de capital es una reacción por parte de los residentes domésticos que hacen frente a crecientes riesgos y distorsiones dentro de la economía y que presumen afectarán el valor de sus activos domésticos. En este caso, la respuesta es transmisible a otros residentes creando así una situación de contagio, en la cual la mayoría de los inversionistas domésticos destinan la

³⁵ Emilio Medina Smith (2004).

totalidad o gran parte de sus activos al exterior, generando una carga para otros agentes económicos y pérdidas de bienestar para la sociedad en su conjunto.

Basados en las pruebas econométricas de series temporales estudiadas anteriormente como la cointegración, Emilio Medina Smith en su trabajo estimó que los residentes venezolanos exportaron en términos nominales más de USD 70.000 millones. A saber, por cada dólar estadounidense (USD) de la deuda externa que el país acumuló, los residentes venezolanos acumularon al menos dos dólares estadounidenses de activos en el extranjero. Dichas estimaciones revelan que para finales del siglo pasado los venezolanos poseían en el exterior, en términos reales, más de USD 110.000 millones durante el periodo de 1950-1999, lo que permite confirmar que este es un fenómeno crónico de la economía Venezolana.

El autor también enfatiza como causas de la fuga de capitales la existencia de un tipo de cambio nominal fijo acompañado de una cuenta de capital abierta que duró hasta los primeros meses de 1983, que permitió a los inversionistas venezolanos reubicar parte o la totalidad de sus ahorros en el extranjero, ya que cuando el crecimiento económico se detuvo en 1978, los inversionistas potenciales se intimidaron en las decisiones sobre la formación de capital fijo ya que son parcialmente irreversibles, por lo que la fuga de capital se vio estimulada debido a la incertidumbre sobre la pronta recuperación de la economía no petrolera.

Con respecto al tipo de cambio real, los resultados del estudio proporcionan cierto respaldo a la hipótesis de que la sobrevaluación recurrente del bolívar con respecto al dólar en términos reales no solamente disminuyó la competitividad del país en el mercado internacional de bienes y servicios no petroleros sino que permite corroborar que ha sido un determinante fundamental de la intensa salida de capitales privados experimentado durante la mitad del siglo XX.

En la última década la fuga de capitales en Venezuela no ha disminuido, sino todo lo contrario, se ha intensificado extraordinariamente, según las cifras arrojadas por el método de cálculo del Banco Mundial, empleado por Emilio Medina Smith, la salida de capitales para los periodos bajo estudio fueron de:

USD 11,293 millones en el 2004;

USD 9,523 millones en el 2003;

USD 9,513 en el 2002;

USD 4,125 millones en el 2001;

USD 4,014 millones en 1999.

Estos datos indican un promedio de USD 44,000 millones salieron en términos gruesos de Venezuela entre el 2000 y el 2004, siendo las principales vías de escape las importaciones sobre facturadas o fantasmas, con mercancías que nunca llegan y la subfacturación de la

exportaciones utilizando el excedente de estas exportaciones para obtener dólares que no son declarados y se quedan en cuentas foráneas.

Como se observó, durante 48 años (1950 -1998) la fuga de capitales en Venezuela fue de USD 105.619 millones, es decir, un promedio anual de USD 2.200 millones, mientras que la fuga de capitales entre el año 1999, y el primer trimestre del año 2009 fue de USD 117.563 millones, observándose que el control de cambio no ha sido una medida acertada para la economía interna de Venezuela en lo referente a la fuga de capitales, ya que sin control de cambio la fuga de capitales fue de USD 30.863 millones y con el control de cambio fue de USD 86.700 millones³⁶.

En ultimo lugar y como apunta Emilio Medina Smith *"A nivel mundial, el fenómeno de la fuga de capitales en Venezuela se considera emblemático, al igual que el de Rusia y Argentina. Son los tres países en el mundo que tienen más activos afuera que el monto de lo que deben"*.

6. CONCLUSIONES

Este trabajo se analizó las relaciones económicas entre la balanza de pagos, las reservas internacionales, la esterilización, los regimenes cambiarios y los tipos de cambio enfatizando el contexto de los países en vías de desarrollo y en particular Venezuela en donde se pudo evidenciar con datos reales el comportamiento de tales variables.

Se analizó el comportamiento de las reservas internacionales y su impacto en la balanza de pagos, y además se propuso un modelo econométrico que resulto ser estadísticamente significativo y cuya principal conclusión fue la existencia de cointegración entre la liquidez y las reservas internacionales, y evidenciando el gran efecto que tiene para la economía Venezolana el incremento de las reservas, por que aumentos porcentuales en las reservas generan unos incrementos más que proporcionales en la liquidez, lo que se ajusta con las altas tasas de inflación y liquidez observadas en los últimos años, y muestra que la política de esterilización no fue muy efectiva en evitar que se transmita la liquidez proveniente de las reservas en la economía.

Se describieron los rasgos particulares de la economía Venezolana y el vínculo entre la base monetaria y la política fiscal, al igual que los instrumentos utilizados para controlar el impacto de las reservar en la economía interna mediante su esterilización.

Posteriormente y para el estudio de la situación Venezolana se analizaron otras variables relevantes como el precio de las materias primas y su evolución, en donde los bajos precios del crudo tuvo una repercusión considerable en la economía Venezolana, en la cual se observo

³⁶ <http://www.analitica.com/>

una balanza de pagos negativas no vista en los diez años anteriores. Se describió la movilidad de capital en Venezuela, la cual dadas sus características económicas, ha sido de baja movilidad de capital, y se plantearon sus consecuencias en relación a la política monetaria y fiscal. Además se considero el problema de la fuga de capitales en Venezuela concluyendo que durante 48 años (1950 -1998) la Fuga de Capitales en Venezuela fue inferior a la fuga de capitales entre el año 1999 y el primer trimestre del año 2009, por lo que el control de cambio ha sido poco efectivo en evitar este fenómeno. Y respecto a la política fiscal existe una conexión la cual es de mayor grado en Venezuela entre las reservas y la política fiscal sugiriendo que la política fiscal es muy pro cíclica para los países en desarrollo.

Seguidamente se describió la problemática del régimen cambiario actual en Venezuela en lo referente a la dificultad para la obtención de divisas, las consecuencias y efectos para la producción privada y la tasa de inflación, que surgen de mantener del régimen de tipo de cambio fijo actual, y se describió el funcionamiento de los mercados paralelos, y las ventajas e inconvenientes de su adopción como solución a la situación actual y considerando un régimen que incluya para el tipo de cambio determinado por el mercado un sistema de bandas cambiarias que evite excesivos movimientos del tipo de cambio nominal y que a la vez controle el problema de la obtención de divisas y aminore la situación inflacionaria en Venezuela.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alberola y Santiago Fernández de Lis (2007). "El proceso de acumulación de reservas de divisas: posibles riesgos para la estabilidad financiera internacional".
- Alberola, E. y J.M. Serena (2009) "Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales".
- Adamcik, Santiago, (2008) "Sobre la elección de regímenes de tipo de cambio en economías emergentes".
- Aizenman, Joshua and Nancy Marion (2004) "International Reserve Holdings with Sovereign Risk and Costly Tax Collection", *Economic Journal*, 114:569–91.
- Alesina, Alberto, Filipe R. Campante, and Guido Tabellini (2008) "Why is Fiscal Policy Often Procyclical?" *Journal of the European Economic Association* 6;1006–36.
- Aleksander Aristovnik (2006) "Current account deficit sustainability in selected transition economies".
- BBVA observatorio económico, Venezuela.
- Bertola, G. y Svensson, L. (1993) "Stochastic devaluation risk and the empirical fit of target-zone models", *Review of Economic Studies*, 60, pp. 689-712.
- Calderón, César and Klaus Schmidt-Hebbel (2003) "Macroeconomic Policies and Performance in Latin America," *Journal of International Money and Finance*, 22:895–923.
- Carlos Hernández D. y Oswaldo Rodríguez L. (1977) "Las reservas internacionales en divisas del banco central de Venezuela".
- Christian Noyer (2007) "Foreign Reserve Accumulation: Some Systemic Implications".
- Damodar N. Gujarati (2004) "Econometría", Cuarta Edición, 771-780.
- Emilio Medina Smith (2004), "La fuga de capitales en Venezuela 1950-1999", Colección Ernesto Peltzer.
- Emma Xiaojin Fan (2004) "A note on Dual/Multiple exchange rates".
- Enrique Alberola y José María Serena (2009) "Reservas internacionales, fondos de riqueza soberana y la persistencia de los desequilibrios globales".
- Enrique Alberola y José M.a Serena (2007) "Global Financial Integration, Monetary Policy and Reserve Accumulation. Assessing The Limits In Emerging Economies".
- Garcés Díaz, A., (1999) "Determinación del nivel de precios y la dinámica inflacionaria en México", Banco de México, Documento de Investigación Económica. México, D.F.
- Gavin, Michael and Roberto Perotti (1997) "Fiscal Policy in Latin America," NBER Macroeconomics Annual 1997, Cambridge, MA: MIT Press.
- Giancarlo Corsetti & Paolo Pesenti & Nouriel Roubini (1998) "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview", National Bureau of Economic Research, Inc., NBER Working Papers 6833.

- Granger, C. W. J. & Newbold, P. (1974) "Spurious regressions in econometrics," *Journal of Econometrics*".
- José Darío Uribe (2003) "Capital control and foreign exchange market intervention in Colombia".
- José Guerra y Julio Pineda (2004) "Trayectoria de la política cambiaria en Venezuela".
- José Guerra y Harold Zavarce (1993) "Movilidad de Capital y Política Monetaria en Venezuela".
- Juan Carlos Berganza, Sonsoles Gallego, Luis Molina y José María Serena (2009) "Auge y caída del precio de las materias primas. Implicaciones para América Latina", Banco de España, *BOLETÍN ECONÓMICO*.
- Julio Pineda, Manuel Toledo y Harold Zavarce (2001) "Estabilidad cambiaria, credibilidad y política antiinflacionaria".
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Vegh (2004) "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," in K. Rogoff and M. Gertler (eds), *NBER Macroeconomics Annual 2004*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Lessard, D.R. y J. Williamson (eds.) (1987a). "Capital flight and the third world debt. Washington, D.C." Institute for International Economics. [Traducción al español como *Fuga de capitales y deuda del Tercer Mundo*. México, D.F.: Editorial Trillas, 1990].
- Lorenzo Cappiello y Gianluigi Ferucci (2008) "The sustainability of china's exchange rate policy and capital account liberalisation", *ECB*.
- Maurice Obstfeld & Kenneth Rogoff, (1998). "Risk and Exchange Rates," *National Bureau of Economic Research, Inc., NBER Working Papers 6694*.
- Nita Ghei y Miguel A. Kiguel (1992) "Dual and Multiple exchange rate Systems in developing countries".
- Peñalosa, J.M. (2002) "¿Qué relevancia tienen los desequilibrios de balanza de pagos en los países industrializados? El caso de la UEM y de Estados Unidos".
- Pierre-Richard Agénor (1990) "Stabilization policies in developing countries with a parallel market for foreign exchange".
- Rafael Romeu Barreiro (2004) "Microestructura del mercado cambiario de Venezuela", pp. 137-171.
- Reinhart, Carmen, (2002) "A modern history of Exchange rate arrangements: Parallel markets and dual and multiple exchange rates".
- Reinier A. Schliesser R. (2004) "Regímenes cambiarios para economías ricas en recursos naturales: algunas ideas para la elección óptima del régimen cambiario en Venezuela", Banco Central de Venezuela BCV.
- RIVERO, L. (2000): "Interpretación económica de los auxilios financieros". BCV, Working Papers series.
- Rudiger Dornbusch, (1980). "Exchange Rate Rules and Macroeconomic Stability," *National Bureau of Economic Research, Inc., NBER Working Papers 0473*.
- Rupa duttagupta, Gilda Fernandez, and Cem Karacadag (2005) "Moving to a flexible exchange rate How, When, and How Fast", *FMI*.

Tornell, Aaron and Philip R. Lane, (1999) "The Voracity Effect," American Economic Review 89 :22-46.

Servicios de estudios económicos BBVA

Velasco, A. Y Tornell, A. (1994): "Fiscal policy and the choice of exchange rate regime", IADB Working Paper N° 303.

Yan Zhou, (2009) "International reserves and fiscal policy in developing countries".