

República Bolivariana de Venezuela

Universidad de Los Andes

Facultad de Ciencias Económicas y Sociales

Sección de Estudios de Postgrado en Economía

**Régimen de cambios diferenciales como fuente de desequilibrios  
macroeconómicos en Venezuela.**

**Propuesta de ajuste económico con swaps cambiarios.**

**TESIS DE GRADO PRESENTADA PARA OPTAR AL TÍTULO DE MAGISTER  
SCIENTIAE EN ECONOMÍA**

Tutor académico:

MSc. Alberto J. Hurtado B.

Autor:

Pltgo. Carlos E. Carrasquero L.

C.I. 18.205.245

Mérida, mayo de 2016

## Resumen

La aguda crisis económica que atraviesa el país en los actuales momentos, reflejada en un índice de inflación de tres dígitos, severa escasez de productos básicos como alimentos y medicamentos y, una profunda recesión que se acerca a su tercer año consecutivo, obliga a los profesionales de las ciencias sociales a poner todo su conocimiento al servicio de los hacedores de política para atender de manera expedita esta complicada situación. Bajo este propósito, el presente trabajo se marcó como objetivo analizar cómo el Estado venezolano ha implementado de manera recurrente una estrategia de tipos de cambios diferenciales.

En este sentido, se repasó la historia económica de Venezuela en función de las intervenciones estatales en el mercado cambiario, analizando las causas subyacentes tras la evolución del esquema cambiario oficial con el paso de los años. Dicho enfoque permitió confirmar que la segmentación del mercado cambiario es una estrategia recurrente en el marco de la política cambiaria venezolana, lo cual queda demostrado en el hecho de que el régimen de tipos de cambios múltiples ha sido el mecanismo más utilizado por el Estado venezolano en los últimos 81 años, y que ello responde a la inclinación de la administración pública nacional a perseguir la maximización de la captación de renta petrolera, sin importar las externalidades que ello implica para el resto de la economía. Luego, con la ayuda de la teoría económica sobre regímenes cambiarios diferenciales se pusieron de manifiesto las limitaciones intrínsecas a dicha modalidad cambiaria, y se explicaron las razones que incentivan al gobierno venezolano a implementar y sostener esta estrategia cambiaria.

Tras haber identificado el origen de los desequilibrios macroeconómicos, la investigación profundizó en la experiencia de aquellas economías que también sufrieron graves crisis derivadas de experimentos fallidos con la segmentación del mercado cambiario. En función de estas lecciones se construye un plan de ajustes macroeconómicos para sanear la economía venezolana, y dentro de este se plantea la necesidad de adaptar un derivado financiero, los *swaps* cambiarios, como herramienta

de política cambiaria que facilite la intervención del BCV para lograr la estabilización del mercado nacional.

La viabilidad de esta estrategia es evaluada desde el punto de vista teórico, y haciendo referencia a los hallazgos de una docena de países a lo largo y ancho del globo, que han adoptado el uso de *swaps* como parte del instrumental de política de su bancos centrales. El estudio concluye que la incorporación de los *swaps* cambiarios en la lista de estrategias de intervención del Banco Central de Venezuela no solo es posible, sino que además resulta apropiada en este momento crítico, ya que permitiría fortalecer el programa de ajustes aquí propuesto, un plan de acción que la economía reclama con urgencia.

Palabras clave: mercado cambiario, tipo de cambio, desequilibrios macroeconómicos, segmentación cambiaria, *swaps* cambiarios.

## Índice General

<b>Introducción</b> .....	6
<b>Capítulo I - Venezuela: historia de desequilibrios cambiarios</b> .....	12
<b>Capítulo II - El régimen de cambios diferenciales y la economía venezolana</b> .....	42
Primera etapa: 1941-1960.....	46
Segunda etapa: 1983-1989.....	47
Tercera etapa: 2010-a la fecha.....	50
El régimen de cambios diferenciales desde una perspectiva teórica .....	57
Unificación cambiaria y ajustes macroeconómicos.....	65
<b>Capítulo III - El uso de <i>swaps</i> cambiarios como herramienta de política cambiaria</b> .....	72
<b>Países desarrollados</b> .....	79
1. Suiza .....	79
2. Canadá .....	82
3. EE.UU.....	84
4. Japón.....	88
<b>Países en vías de desarrollo</b> .....	94
5. Medio Oriente .....	94
6. Corea del Sur .....	96
7. Argentina .....	98
8. Bolivia.....	101
9. Brasil.....	105
<b>Adaptando el uso de <i>swaps</i> cambiarios al contexto económico venezolano</b> .....	110
a. El desequilibrado panorama macroeconómico venezolano.....	110
b. Unificar el mercado cambiario .....	118
c. Modelando el uso de <i>swaps</i> cambiarios.....	138
d. El mercado financiero nacional y los <i>swaps</i> cambiarios .....	154
e. Ventajas y desventajas de la introducción de <i>swaps</i> cambiarios en el mercado financiero nacional.....	157

<b>Capítulo IV - Síntesis .....</b>	<b>164</b>
<b>Bibliografía .....</b>	<b>179</b>

## Índice de tablas

<b>Tabla 1 - Regímenes Cambiarios en Venezuela .....</b>	<b>44</b>
<b>Tabla 2 - Tipos de Cambio Múltiples en la década de 1980 .....</b>	<b>49</b>
<b>Tabla 3 - Evolución de las variables macroeconómicas 2003-2015 .....</b>	<b>53</b>
<b>Tabla 4 - Contrapartes de Japón en materia de swaps .....</b>	<b>88</b>
<b>Tabla 5 - Contracción de la industria manufacturera privada por rubros (2015) .....</b>	<b>112</b>

## Índice de diagramas

<b>Diagrama N° 1 - Estructura de un swap cambiario .....</b>	<b>75</b>
<b>Diagrama N° 2 - Propuesta de Política Cambiaria .....</b>	<b>153</b>

## Índice de esquemas

<b>Esquema N° 1 - Pasos del programa de ajuste macroeconómico.....</b>	<b>137</b>
--	------------

## **Introducción**

Al referirse a la situación socio-política de una nación, tanto iniciados como profanos tienden a recurrir a la misma herramienta para argumentar sus opiniones: el desempeño económico del país en cuestión. Este último se considera un barómetro infalible de la calidad de vida que un gobierno en particular ofrece a su ciudadanía en un momento específico. Las coyunturas, además, son juzgadas con particular dureza, pues se considera que estas son el escenario de una dicotomía entre tomar el camino correcto o el equivocado.

A todas luces, la realidad venezolana actual es considerada como una situación coyuntural. Esta coyuntura es por supuesto política, en el sentido de que las condiciones de gobernabilidad en el país se han debilitado aceleradamente desde el fallecimiento del expresidente Hugo Chávez, a principios de 2013; evento que supone la desaparición del hombre fuerte de turno en la actualidad nacional, dejando “huérfano” a un Estado con una marcada tradición caudillista, que ha quedado ampliamente documentada en obras como “Cesarismo democrático” de Laureano Vallenilla Lanz, por solo nombrar una de ellas.

Con la muerte de Chávez, la responsabilidad de dirigir el estamento gubernamental recae en Nicolás Maduro Moros. Y es en medio de la pugna por el poder que el estado actual de la economía vuelve al punto focal del debate sobre el futuro de Venezuela. Ergo, la coyuntura política se discute en clave de coyuntura económica, ubicando al desempeño económico del país bajo el escrutinio público.

Es en este contexto que hablar del régimen cambiario vigente en Venezuela se ha convertido en una actividad cotidiana. Discusiones que en principio se mantenían reservadas a los círculos académicos y el gremio importador/exportador, han trascendido esos espacios hasta encontrar un lugar en los temas de conversación del grueso de la población.

El presente trabajo tomó como hipótesis la idea de que el carácter rentista de la economía venezolana incita al Estado a implementar de manera recurrente la segmentación del mercado cambiario. Bajo este supuesto, el objetivo general de la investigación consistió en analizar cómo las autoridades venezolanas han implementado de manera recurrente una estrategia de tipos de cambios diferenciales. La investigación se desarrolló en torno a los siguientes objetivos específicos: 1) se estudió la historia económica venezolana en función de la evolución de los esquemas cambiarios implementados por las autoridades nacionales desde el siglo XX en adelante, 2) se identificaron los periodos en los cuales el Estado venezolano ha segmentado el mercado cambiario, describiendo el contexto socio-político y económico existente durante la vigencia de la medida, 3) se contrastó la experiencia nacional bajo el régimen de cambios diferenciales con la teoría referente a dicha estrategia cambiaria, enumerando los errores en que habrían incurrido los hacedores de políticas en el despliegue de esta medida, así como también las consecuencias macroeconómicas de estos desaciertos y, 4) se presentó una propuesta de ajuste económico para solventar la más reciente crisis causada por la disposición de las autoridades a mantener la segmentación del mercado cambiario, y dentro de esta se



argumentó en favor de la adopción de una nueva herramienta cambiaria: los *swaps* cambiarios.

A estos efectos, el capítulo uno repasa la historia de los regímenes cambiarios que ha utilizado el Estado venezolano moderno, haciendo énfasis en las condiciones políticas y económicas que impulsaron el paso de un sistema cambiario a otro. El enfoque interdisciplinario que implica realizar el análisis político de la historia económica venezolana permitió identificar que, desde mediados de la década de 1920, se produjo en el país una fracturación entre la economía petrolera y la no petrolera, y las pretensiones oficiales de acomodarse a este fenómeno resultan en el hilo conductor que ha marcado la evolución de la política cambiaria desde 1934, cuando se produjo la primera intervención del Estado en dicho mercado.

Adicionalmente, la revisión histórica confirma que el régimen de cambios diferenciales es la estrategia cambiaria más utilizada por las autoridades venezolanas en los últimos 81 años, lapso en el cual la medida se ha mantenido en vigencia durante treinta años, repartidos en tres periodos: 1941-1960, 1983-1989, y de 2010 a la actualidad. Así, el segundo capítulo del estudio indaga en el contexto en el cual se produjo la segmentación del mercado cambiario en cada una de las ocasiones en que este mecanismo ha sido desplegado en Venezuela, los objetivos a los cuales se ajustaba el régimen de cambios diferenciales en cada etapa y las razones que causaron el fracaso del experimento en cada una de ellas. Acto seguido este capítulo profundiza en las características, bondades y limitaciones del régimen de tipos de cambio múltiples desde el punto de vista teórico, perspectiva que permite explicar la recurrencia con que la

medida ha sido implementada en el país, y también pone de manifiesto que los catastróficos resultados que ello ha causado se originan en el hecho de que las autoridades hacen caso omiso de las propiedades y restricciones intrínsecas al mecanismo, y escogen mantenerlo en vigor aun y cuando se muestra francamente inoperante.

En este punto, la comprobación de que ha habido una actuación inadecuada en el manejo gubernamental de la política cambiaria -sin olvidar los desaciertos en materia fiscal y monetaria-, de la cual derivan las profundas distorsiones macroeconómicas que han afectado y afectan a la nación, obligan a pensar en las reformas indispensables para corregir la situación. En este marco, el capítulo dos cierra con un arqueo bibliográfico de la experiencia seguida por aquellas economías donde el régimen de cambios diferenciales también causó desequilibrios macroeconómicos importantes que obligaron a dichos gobiernos a realizar profundos ajustes. De estas lecciones deriva un primer esbozo de las correcciones que tendrían que realizar las autoridades venezolanas en el actual entorno crítico, incluyendo la adaptación de un derivado financiero, los *swaps* cambiarios, para su adopción por parte del Banco Central de Venezuela como parte del paquete de atención a la situación económica.

Así las cosas, el tercer capítulo está dedicado a evaluar la factibilidad de adaptar el uso de los *swaps* cambiarios para convertirlos en una herramienta de política cambiaria apta para integrarse en el instrumental del BCV. En atención a este propósito: a) se valoró la adecuación de los *swaps* cambiarios para actuar como herramienta de política cambiaria en la economía venezolana, b) se identificaron las ventajas y

desventajas que reviste la introducción de *swaps* cambiarios en el mercado nacional, c) se determinaron las características que debe poseer el mercado financiero venezolano con miras a operar con *swaps* cambiarios y, d) se analizaron las consecuencias macroeconómicas que supondría la introducción de los *swaps* cambiarios en el mercado financiero nacional. Para responder a estas interrogantes se tomó como referencia la experiencia de una docena de países, tanto desarrollados como en vías de desarrollo, los cuales han encontrados usos innovadores para los *swaps* cambiarios en el marco de las responsabilidades y tareas propias de la banca central.

Con el conocimiento acumulado sobre este derivado financiero, se emprende la ambiciosa tarea de contextualizar la actual crisis económica venezolana, para inmediatamente presentar la propuesta de ajustes macroeconómicos que constituyen el aporte de este trabajo, con miras a la corrección de las distorsiones que sufre la economía nacional. El paquete propuesto abarca las reformas fiscales, tributarias, monetarias y cambiarias que se estiman indispensables, presentada de forma ordenada y concisa, al tiempo que hace hincapié en la necesidad de trascender la ortodoxia económica para dar cabida a herramientas como los *swaps* cambiarios, derivado al cual se reserva un papel fundamental como mecanismo de soporte a la estrategia cambiaria que habrá de encabezar el periodo de transición para salir de la crisis.

Por último, el capítulo cuatro recoge las conclusiones del trabajo, a la expectativa de haber creado las condiciones para un interesante debate sobre la historia económica venezolana, los orígenes de la actual crisis nacional y la hoja de ruta que deben seguir las autoridades para reencauzar la economía hacia la senda del desarrollo.

Todo ello sin olvidar que buena parte de la investigación se ha dedicado a defender la necesidad de modernizar el instrumental de la banca central, para sumar nuevos recursos como los *swaps* cambiarios, con la esperanza de hacer más efectivas las intervenciones de la autoridad monetaria.

## Capítulo I - Venezuela: historia de desequilibrios cambiarios

Repasar la historia económica venezolana en clave de investigación científica deja una certeza amarga pero ineludible al investigador, a saber: nuestro devenir está plagado de episodios críticos donde el régimen cambiario juega el rol principal, y sin embargo, es tratado como un factor secundario y abordado de manera circunstancial. Podría incluso afirmarse que la atención meramente coyuntural a los temas de política cambiaria es, en esencia, la razón por la cual las crisis económicas en Venezuela tienen como principio común el comportamiento volátil en el valor de la moneda.

Para ilustrar dicha afirmación, consideremos el trabajo de Belisario *et al.* (2000), el cual concluye con 6 consideraciones absolutamente puntuales acerca de las características del mercado cambiario venezolano:

1. El mercado cambiario es muy sensible a eventos económicos y sociopolíticos (refleja las percepciones y expectativas sobre la situación del país).
2. El BCV ha establecido regímenes cambiarios orientados a procurar la mayor estabilidad posible del mercado cambiario y una evolución ordenada del tipo de cambio.
3. Como la política cambiaria es parte de las políticas macroeconómicas, su sostenibilidad y eficacia están sujetas a la consistencia en el conjunto de esas políticas.
4. Los resultados en el mercado cambiario son el reflejo de las políticas macroeconómicas.
5. Es prioritario armonizar las políticas públicas y dotarlas de la flexibilidad suficiente para que se ajusten oportunamente a los cambios.

6. Es secundaria la modalidad del régimen cambiario que se adopte (p. 13).

Luego, resulta lapidario el hecho de que los autores consideren secundaria la escogencia del régimen cambiario a implementar. Tal concepción de la política cambiaria, lejos de constituir una posición marginal, representa una orientación cuasi-axiomática entre los hacedores de política según se desprende de la experiencia histórica.

De acuerdo con Mayobre (1944, citado por Guerra, 2004) la primera intervención oficial del gobierno venezolano en el mercado cambiario fue el denominado Convenio Tinoco de mediados de 1934. Esta iniciativa llevaba por objeto estabilizar el bolívar mediante la fijación del tipo de cambio para las divisas de origen petrolero, sentando las bases del capitalismo rentístico que aún hoy persiste como modelo económico del Estado venezolano. La premisa en que se sostenía dicho régimen cambiario era bastante sencilla: dado que a partir de 1926 las exportaciones petroleras asumen una absoluta preponderancia en materia de productividad e ingresos, y el flujo de divisas por exportaciones petroleras es suficientemente grande para compensar la caída de las exportaciones no petroleras, se permitió la sobrevaluación del tipo de cambio real (Mayobre, 1944, citado por Guerra, 2004). Esto supuso la instauración de una política de maximización de la captación de renta petrolera, al tiempo que se sostenía un esquema de importaciones “modernizadoras” y subsidios a la economía no petrolera (Guerra, 2004).

En este sentido, el Convenio Tinoco instituye la fracturación de la economía en dos bloques claramente diferenciados: el petrolero y el no petrolero. Esta fracturación, además, inaugura la lucha de fuerzas encontradas que buscan empujar el valor de la moneda en direcciones opuestas. Así las cosas, la década de 1930 presencié el origen de un debate en la economía nacional, sobre el papel que debe jugar el tipo de cambio real en la definición de las condiciones de producción en el país. Abanderado por la economía no petrolera, en el año 1937, Alberto Adriani se expresaba en los siguientes términos:

Si la desvalorización del bolívar puede mejorar las condiciones de nuestra población y de nuestra agricultura, se justifica plenamente [la reducción del ingreso petrolero] que en todo caso se podría de alguna manera remediar [...] Es mi opinión que el alto cambio de nuestra moneda es la causa que más ha contribuido últimamente a empeorar la situación de la agricultura y de nuestra industria, y ha agravado hasta el extremo, nuestro equilibrio económico (Adriani, 1937, citado por Guerra, 2004:21).

Desde la acera opuesta, durante este mismo año, H. Pérez Dupuy argumentaba en favor de la sobrevaluación del tipo de cambio real:

La desvalorización del valor oro del bolívar tiene una significación trascendental y tan profunda en todos los órdenes de la vida venezolana, económica, social y política, que puede hasta ser el origen de una catástrofe nacional. Es evidente que si se llevase a cabo una desvalorización del bolívar al 50% por ejemplo, las compañías no necesitarán vender en el mercado venezolano 28 millones de dólares para satisfacer sus necesidades en bolívares, sino la mitad, dado que con esta suma obtendrían exactamente la misma cantidad de bolívares (Pérez Dupuy, 1937, citado por Guerra, 2004:21).

En este punto, resulta claro que tales argumentos podrían fácilmente pasar por opiniones contemporáneas. Y es que tras más de 80 años de debate, la institucionalidad

se ha limitado a mantener una política cambiaria dúctil frente a las presiones de los bloques petrolero y no petrolero. No existe una estrategia a largo plazo a que referirse, por el contrario, la política cambiaria venezolana se ha caracterizado por ser estrictamente acomodaticia y el vivo ejemplo de una medida pro cíclica. Una única regla de oro parece subsistir, y esta es por supuesto, que el tipo de cambio nominal sobrevaluado es la herramienta fiscal por antonomasia del Estado venezolano.

Así por ejemplo, tras reforzar el Convenio Tinoco de 1934 con primas a la exportación agrícola en 1936 y 1937, se implementa en 1941 un régimen de tipos de cambio múltiples, en franco reconocimiento a la existencia de una dualidad en la economía nacional. En palabras de José Guerra:

Debido a que la renta petrolera era el carburante para mover la modernización de Venezuela, un ingreso creciente se aseguraba con una moneda sobrevaluada, aunque al mismo tiempo, al reconocer lo necesario de la diversificación, hubo que proteger a la economía no petrolera (2004:22).

Dicha estrategia, sin embargo, entraña importantes complejidades, con lo cual “[...] una vez abierta la brecha entre la economía del petróleo y la de la agricultura de exportación, era inevitable la intervención en el mercado de cambio. Este no podía quedar libre sin provocar un desquiciamiento de la vida nacional” (Mayobre, 1944, citado por Guerra, 2004:22). Cabe entonces preguntarse ¿es realmente un factor secundario la escogencia del régimen cambiario en Venezuela? ¿Puede la robustez de los fundamentos macroeconómicos hacer irrelevante la selección de la modalidad



cambiaría? Una respuesta meridianamente clara a la primera de tales interrogantes la encontramos en Schliesser (2004:32), quien declara:

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 tasas de inflación durante más de 15 años. En tercer lugar, Venezuela tiene en su historia reciente un expediente de colapso financiero de proporciones significativas.

Finalmente, en el caso de Venezuela las modificaciones en el tipo de cambio impactan la distribución del ingreso. Particularmente agudos son los conflictos distributivos que se presentan entre el sector público y el resto de la economía ante modificaciones en el tipo de cambio dada la situación de superávit en cuenta corriente exhibido por el sector público, que contrasta con el déficit externo del resto de la economía. En estas condiciones, cualquier alteración en el tipo de cambio genera un cambio relativo en la capacidad de compra interna de los dos sectores. En consecuencia, la volatilidad en el tipo de cambio (y especialmente el componente no anticipado de dicha volatilidad) tiende a generar conflictos distributivos entre el sector público y el resto de la economía venezolana.

Se tiene entonces un listado de 4 factores a considerar a la hora de seleccionar el régimen cambiario idóneo para la economía venezolana. Un factor exógeno representado por los shocks externos resultantes de las fluctuaciones del mercado petrolero internacional, y tres variables endógenas perfectamente atinentes a las responsabilidades y atribuciones del Banco Central de Venezuela y el resto de los entes que componen la rama económica del gobierno nacional: la estabilidad de los precios en el mercado interno - inflación -, el riesgo de crisis financiera en la banca nacional y por último, los términos de distribución de la renta petrolera que recibe el Estado. Nótese además, que estos factores tanto en conjunto como por separado mantienen una

relación de correspondencia con la existencia o no de solidez macroeconómica, lo cual constituye el segundo de los supuestos que determinan la relevancia de escoger una modalidad cambiaria en particular.

Manteniendo en consideración dichos elementos, sin olvidar la “regla de oro” de maximización de la renta petrolera a partir del tipo de cambio, sirva una vez más la experiencia histórica como referente para ponderar la importancia de incluir dichas variables como criterios para la escogencia del régimen cambiario.

Así pues, tras la instauración del esquema de cambios múltiples en 1941, el pequeño diferencial cambiario existente entre las diversas tasas se destinó a subsidiar la producción agrícola, política que fue luego respaldada por medidas comerciales de corte proteccionista entre los años 1943 y 1945 (Guerra, 2004).

El equilibrio en las variables de interés hizo sostenible esta situación a lo largo de dos décadas, periodo en el cual gracias a las importaciones se constituyó una base industrial nacional, al tiempo que la estabilidad del tipo de cambio real favorecía la producción manufacturera (Guerra, 2004). No obstante, el idilio llegó a su final en 1960, momento en que fue necesario instaurar un control de cambio para atender una crisis en la balanza de pagos. El origen de la crisis - como se haría común en adelante - fue la caída de los precios del petróleo que inició en 1958, fenómeno que coincidió con la inestabilidad política inherente al fin de la dictadura de Marcos Pérez Jiménez y el alba de la democracia venezolana en el siglo XX.

La merma en los ingresos petroleros puso de manifiesto importantes desequilibrios macroeconómicos, que incluían excesivos niveles de gasto público y un significativo endeudamiento externo. Los subsidios y protecciones a la industria y a la agricultura representaban una carga bastante pesada al erario público y el ingente volumen de importaciones dejó su huella en el nivel de las reservas internacionales. En este contexto, el control de cambio, de la mano con una política fiscal y monetaria restrictiva, y una nueva ronda de endeudamiento externo, fue la respuesta más expedita posible (Guerra, 2004).

La prontitud en la respuesta permitió que la nueva estrategia fiscal y monetaria cumpliera con su cometido de reorientar la demanda de dinero, esterilizando la transferencia del 60% de las importaciones a tasa oficial hacia el mercado libre. Durante los próximos cuatro años las reservas internacionales, la cuenta corriente y la cuenta capital, así como también el crecimiento económico, darían muestras de una franca recuperación que conllevó a la eliminación del control cambiario (Guerra, 2004).

En enero de 1964 el gobierno venezolano se decanta por un régimen de tipo de cambio fijo. Dicha modalidad cambiaria persistiría por casi 20 años, sustentada en un largo periodo durante el cual la inflación en el país fue inferior o igual a la de sus principales socios comerciales (Guerra, 2004). Sin embargo, entre 1974 y 1978 la burbuja inflacionaria estalla como consecuencia del elevado gasto público y su efecto real sobre el ingreso y los precios. Buena parte del gasto estaba orientado hacia el segmento de bienes no transables, realidad que había sido encubierta durante años

gracias a la acumulación de deuda externa, con la cual se consiguió postergar la manifestación de los desequilibrios (Guerra y Pineda, 2004).

Entre 1979 y 1982 el gobierno añade combustible al fuego al mantener su política fiscal y monetaria expansiva en medio de la crisis inflacionaria. El empeño en mantener el tipo de cambio fijo acabo por erosionar en un 40% las reservas internacionales, condición que se agrava como consecuencia de un nuevo derrumbe en los precios del petróleo (Guerra y Pineda, 2004). La respuesta oficial fue retomar el control de cambios en 1983, pero sin desarticular la estrategia fiscal y monetaria expansiva. En cambio, la iniciativa antiinflacionaria se confió al racionamiento de divisas y a un anacrónico control de precios (Guerra y Pineda, 2004). Guerra y Pineda describen las medidas en los siguientes términos:

El control de cambios se basó en la definición de dos tipos preferenciales, 4,30 Bs./US\$ y 6,00 Bs./US\$, y una tasa de cambio libre. Las dos primeras tasas cubrían las importaciones calificadas como esenciales y el servicio de deuda externa mientras que a la tasa del mercado libre tenían lugar el resto de las transacciones de la economía. El sostenimiento de la paridad sobrevaluada de 4,30 Bs./US\$ fue concebido como el principal instrumento antiinflacionario, toda vez que el tono de la política fiscal y monetaria no permitía anticipar una contribución contra la inflación. Como soporte al tipo de cambio, se decretó un control de precios durante seis meses, para posteriormente poner en marcha un sistema de precios administrados que reconocía los ajustes derivados del cambio en la paridad preferencial (2004:71).

Según se hace explícito en la descripción, el sistema en cuestión correspondió a un régimen de cambios múltiples, en el cual, el diferencial promedio entre la tasa oficial y el mercado libre fue de 94,8% en el periodo que va de 1983 a 1988 (Guerra y

Pineda, 2004). Durante esta etapa, los tipos de cambio oficiales fueron revisados en diversas ocasiones, incurriendo en continuas devaluaciones que buscaban paliar el deterioro de la cuenta corriente y el crecimiento del déficit fiscal (Belisario *et al.*, 2000). No obstante, una vez más el gobierno mantuvo una política monetaria expansiva que finalmente acabó por anular la eficacia del resto de las medidas. Tan solo entre 1984 y 1986 se observan incrementos en el gasto del gobierno, la liquidez monetaria y la base monetaria de 46%, 38% y 29%, respectivamente, todo ello en términos nominales, situación que se sumó a un nuevo desplome de los precios del petróleo (Guerra, SF). No fue sino hasta 1987 cuando las instituciones parecen entrar en razón respecto a este hecho.

La respuesta tardía tuvo una consecuencia desastrosa, una profunda recesión que causó un 8,3% de contracción en el PIB en 1989 (Belisario *et al.*, 2000). Este calamitoso resultado es la manifestación de un agresivo programa de ajuste macroeconómico que incluyó: cerca de 200% de aumento del tipo de cambio oficial y una contracción del gasto público y la liquidez monetaria, en términos reales, de 16,14% y 27,63%, respectivamente. La inflación cerró el año en un increíble 81% (Belisario *et al.*, 2000). Ante un panorama tan sombrío, resulta claro que existe un incentivo perverso en el gobierno a no detener sus esfuerzos monetarios y fiscales expansivos, so pena de pagar un alto precio en términos políticos y socio-económicos. La historia económica de Venezuela parece ser poco más que un largo recuento de decisiones aplazadas y consecuencias funestas.

En este sentido, 1989 fue claramente un periodo de consecuencias nefastas. En los años sucesivos el gobierno venezolano desplegó todo su arsenal de instrumentos monetarios para drenar el exceso de liquidez en la economía, como por ejemplo: un uso intensivo del encaje legal, que aumentó progresivamente desde el 12% hasta cerrar en 25% a mediados de 1991. Ese mismo año también se instauró un encaje sobre los depósitos del sector público de un 80%, y se realizó la emisión de Bonos Cero Cupón (Belisario *et al.*, 2000).

Con estas medidas, el BCV extendía una red de protección en torno el recién adoptado régimen cambiario de flotación administrada, con la expectativa de contener la escalada inflacionaria que podía resultar del levantamiento de los controles cambiarios y de precios. A pesar de ello, dicha iniciativa no alcanzó a cumplir con sus objetivos por la escasa diversificación de la estrategia.

Esta experiencia proporciona un par de lecciones: en primer lugar, resulta innegable la necesidad de que las políticas monetaria y fiscal apunten siempre al logro del mismo objetivo, puesto que estas actúan a modo de fuerzas que una vez encontradas acaban por anular mutuamente sus efectos; de igual manera, lo acaecido a principios de la década de 1980 representa una crisis de tal magnitud que obliga por primera vez en la historia de la Venezuela petrolera a relegar a un segundo plano la política de maximización de la captación de la renta, para enfocarse en objetivos más inmediatos y urgentes.

Ahora bien, tras claras manifestaciones de descontento social con la difícil situación económica de finales de los 80 -la más notoria de las cuales fue el denominado “Caracazo”-, el año 1992 inicia con una asonada militar que se atribuye la representación de tal malestar social. El fallido golpe de Estado deja a un gobierno temeroso de incurrir en males mayores, con lo cual imprime un mayor énfasis en su política fiscal expansiva, si bien mantiene el carácter contractivo de la política monetaria. Tales medidas no hacen sino contribuir a la reaparición del déficit fiscal, condición que se une al deterioro de la cuenta corriente y consiguientemente obliga a transformar la flotación administrada en un esquema de minidevaluaciones (Guerra y Pineda, 2004).

Las minidevaluaciones bajo la modalidad de *crawling peg* iniciaron en enero de 1993, y consistieron en depreciaciones de la moneda de entre Bs. 0,10 y Bs. 0,15 con frecuencias diarias pero sin previo anuncio. Para este momento, la economía nacional ya se encontraba inmersa en una recesión con inflación, agravada por la alta tensión socio-política que acabó en la destitución del Presidente de la República. La inestabilidad generalizada se tradujo en una economía absolutamente volátil donde los capitales extranjeros huían del país y el sistema bancario comenzó a hacer aguas ante la elevada demanda de dinero (Belisario *et al.* 2000).

Para 1994 el panorama macroeconómico incluía cuentas fiscales deficitarias y tasas de interés reales excesivamente positivas. Entretanto, los ingresos fiscales se redujeron ante la suspensión de la implementación del IVA y la siempre inoportuna caída del precio del petróleo. En estas condiciones cerraría sus puertas el segundo

banco comercial más importante de Venezuela, propiciando una corrida de depósitos que obligó a la intervención de 8 instituciones bancarias, que representaban cerca del 25% de los depósitos en el país (Guerra y Pineda, 2004).

El rescate bancario significó por supuesto un incremento en la liquidez monetaria, y en un esfuerzo por absorber este exceso de oferta el gobierno renuncia al *crawling peg*, el 27 de abril, para dar paso a una flotación administrada. No obstante los ataques a la moneda no cesan y en menos de una semana el régimen de flotación es sustituido por un mecanismo de subastas que subsistió hasta el mes de junio (Belisario *et al.*, 2010). Las razones por las cuales fracasó el régimen de subastas son referidas por Belisario *et al.* (2000:10) en los siguientes términos:

La economía venezolana se encuentra bajo los embates de la agudización de la crisis del sector financiero, lo que originó la promulgación de la Ley de Emergencia Financiera, la intensificación de presiones de demanda en el mercado cambiario, incertidumbre sobre el programa económico del nuevo gobierno, expectativas sobre un inminente control de cambio, salida de capitales, caída de reservas internacionales de US\$ 3.795 millones en seis meses (diciembre 93: US\$ 12.656 millones versus Jun. 94: US\$ 8.861 millones) y fuerte expansión de la base monetaria.

La respuesta gubernamental a las condiciones generales de la economía fue el previsible control de cambios, modalidad que mantendría su vigencia desde julio de 1994 hasta abril de 1996. La política, además, no contempló la necesidad de crear un mercado paralelo para satisfacer la demanda cambiaria que se excluía de la oferta oficial, ante lo cual surgió un mercado negro de divisas cuya tasa reflejaba la rigidez del mercado regulado (Guerra y Pineda, 2004). La importancia creciente de este



mercado obligó a que en abril de 1995 se legalizaran las operaciones en el mercado bursátil local con títulos de la deuda externa venezolana denominados en dólares estadounidenses. Los llamados Bonos Brady se transaron de esta manera hasta finales del mes de octubre, cuando finalmente se creó un mercado paralelo oficial cuya tasa de cambio fue el tipo de cambio implícito de dichos títulos (Belisario *et al.*, 2000).

Estos esfuerzos, sin embargo, resultaron fútiles a la hora de alcanzar el par de objetivos para los cuales fueron implementados: controlar la inflación y mermar la fuga de capitales. En consecuencia, fue necesario introducir medidas liberalizadoras que eliminaran la presión sobre las cuentas públicas al suprimir la necesidad de defender los controles.

La medida liberalizadora por excelencia fue la flotación del tipo de cambio, si bien esta fue tan breve que apenas se extendió durante poco más de un par de meses. El periodo de flotación fue dispuesto para que el mercado apuntara a un nuevo tipo de cambio de equilibrio tras los prolongados controles a que había estado sujeto el valor del dólar. Este ejercicio dejó como resultado una paridad cambiaria de Bs. 470 por dólar, marcador que se utilizó en adelante como referencia central para el establecimiento de un sistema de bandas cambiarias con una amplitud de +/- 7,5% y una tasa de deslizamiento mensual del 1,5% (Belisario *et al.*, 2000).

Dicha modalidad cambiaria obligaba, por supuesto, a un papel sumamente activo de parte del BCV en la defensa del esquema de bandas, lo cual significó la implementación de tres correcciones tanto de la paridad central como de la tasa de

deslizamiento mensual entre 1997 y 1998, constituyendo todas ellas devaluaciones que reajustaban los parámetros en vista de que había sido alcanzado el límite inferior (Belisario *et al.* 2000). Además, en 1998, se produce un nuevo descenso en los precios del petróleo, recurso que en adelante mantendría un comportamiento volátil hasta bien entrado el año 2002.

Esta situación traería como consecuencia que el control de la inflación ocurriera a costa de la pérdida de reservas internacionales, pues al anclaje del tipo de cambio le faltó el acompañamiento de la política fiscal. Esta condición no fue satisfecha dadas las condiciones sociopolíticas tensas que rodearon la elección y primeros años de gobierno de Hugo Chávez, quien para el momento era un actor ajeno al sistema político venezolano y consiguientemente generó la ruptura de los canales de representación partidista que contaban por entonces con 40 años de vigencia.

En este contexto la banda cambiaria fue objeto de nuevos ajustes en enero de 2001 y enero de 2002. Finalmente en febrero de 2002, y tras haber perdido un 20% del acervo de reservas internacionales en tan solo un mes, el Banco Central de Venezuela renunció a la defensa del tipo de cambio. Nuevamente Guerra y Pineda (2004:95) refieren el panorama económico del momento de manera elocuente:

Al concluir enero de 2002 y visto el inminente colapso del sistema de bandas cambiarias, las opciones de política eran la flotación o el establecimiento de un control de cambios, antecedido por una devaluación del tipo de cambio. Con la escogencia del sistema de flotación se intentaba alcanzar varios objetivos; la consecución del equilibrio externo de la economía mediante la mejora de la competitividad del sector transable y abrirle espacios al rol estabilizador de la política monetaria. Por esta última razón, en su

oportunidad, la nueva política cambiaria fue acompañada de una estrategia monetaria, en dos etapas. La primera, llamada estrategia monetaria flexible combinaba elementos del enfoque de metas de inflación con el de agregados monetarios (Olivo, 2003 y Guerra et. al. 2003) mientras que en la segunda se implantaría un esquema de inflación objetivo. Implícitamente se reconocía que las condiciones institucionales y técnicas de Venezuela estaban distantes para la aplicación de ese esquema de política y que por tanto se favorecía la gradualidad de su aplicación y la ganancia de experiencia y experticia.

El nuevo sistema de flotación funcionaba a partir de un mecanismo de subastas diarias en las cuales el BCV satisfacía la demanda de los operadores cambiarios y realizaba las intervenciones que estimaba necesarias. Existía además un mercado interbancario donde los operadores negociaban entre sí la oferta proveniente tanto del BCV como de la economía en general, y finalmente estaba el mercado detallista donde el cliente final se relacionaba con los operadores cambiarios (Guerra y Pineda, 2004). Como parte de las normas de funcionamiento del mecanismo de subastas fue instaurado un límite de 15% al monto que cada operador podía adquirir por convocatoria, además se estableció un índice de intermediación bancaria, el cual se fijó en 66%, y se fijó un *spread* de 1,25 dólares para las operaciones de compra-venta en el mercado interbancario (Guerra y Pineda, 2004).

Esta modalidad cambiaria subsistió apenas durante un año, pues, si bien el mecanismo de subastas demostró ser eficiente para la intermediación de las divisas, el tipo de cambio resultante presentó una elevada volatilidad, que ha sido atribuida a que los desequilibrios en los fundamentos macroeconómicos estaban siendo expresados por los movimientos en el valor de la moneda extranjera. Así por ejemplo, durante la

vigencia del esquema de subastas el tipo de cambio nominal acumuló un 87% de aumento (Guerra y Pineda, 2004). No obstante, la experiencia con el régimen de flotación no fue del todo pernicioso, ya que permitió en un lapso de 10 meses un 23,8% de recuperación en las reservas internacionales, lo cual indica que había sido logrado cierto grado de viabilidad para el sector externo. Luego, las causas para el fracaso de la flotación cambiaria parecen no residir en el sistema en sí mismo, sino en las condiciones económicas y políticas del momento que derivaron en el golpe de Estado de abril de 2002 (Guerra y Pineda, 2004).

Es precisamente apelando a la situación económica crítica - sin hacer referencia a la delicada situación socio-política - que el BCV construye las consideraciones que llevan a la instauración de un régimen de control de cambio en febrero de 2003. Así en el Convenio Cambiario N° 1 se lee:

#### Considerando

Que la disminución de la oferta de divisas de origen petrolero y la demanda extraordinaria de divisas, ha afectado negativamente el nivel de las reservas internacionales y el tipo de cambio, lo cual podría poner en peligro el normal desenvolvimiento de la actividad económica en el país y el cumplimiento de los compromisos internacionales de la República Bolivariana de Venezuela.

[...] Que se ha evidenciado una sustancial reducción de las exportaciones de la industria petrolera nacional, lo cual ha afectado significativamente las cuentas de la nación.

[...] Que es necesario adoptar medidas destinadas a lograr la estabilidad de la moneda, asegurar la continuidad de los pagos internacionales del país y contrarrestar movimientos inconvenientes de capital (2003:1).

Se observa entonces una expresión explícita del discurso rentista: dado que los ingresos petroleros han disminuido, resulta indispensable maximizar su captación para financiar la estabilidad económica. Tal objetivo se hace patente en el artículo 12 del referido Convenio N° 1, que establece:

**Artículo 12.** La totalidad de las divisas originadas por las actividades de Petróleos de Venezuela S.A. y sus empresas filiales, cualquiera que sea el origen y naturaleza de la actividad que las produzcan, serán de venta obligatoria al Banco Central de Venezuela, quien las adquirirá al tipo de cambio que se fijará de conformidad con lo pautado en el artículo 6 de este Convenio. La venta obligatoria comprende también las cantidades que las empresas operadoras del sector petrolero deben transferir a Petróleos de Venezuela, S.A., de conformidad con lo previsto en la Ley Orgánica de Hidrocarburos (2003:3).

En este sentido, la centralización de la compra-venta de divisas y el establecimiento de un tipo de cambio fijo, facilitaron la implementación de un esquema de sobrevaluación de la tasa de cambio para dar viabilidad a las pretensiones rentistas. La estrategia para vadear la crisis fue desplegar una política fiscal expansiva que sostuviera un Estado de Bienestar con numerosos subsidios y ayudas económicas, que apaciguaran los ánimos en la sociedad y reestablecieran la base de apoyo popular al gobierno. Esta política fue denominada Misiones Sociales, y constituye un amplio abanico de iniciativas sociales atadas indisolublemente desde sus orígenes a la renta petrolera, tal como se desprende de la definición que le otorga la estatal petrolera, PDVSA:

Las Misiones Sociales son estrategias masivas orientadas a garantizar los derechos fundamentales a la población, con énfasis en los sectores más excluidos.

Estas iniciativas cuentan con recursos extraordinarios, su coordinación es interinstitucional e interministerial y uno de los elementos fundamentales para su planificación, ejecución y seguimiento es la participación activa y protagónica de las comunidades organizadas.

PDVSA apoya directamente a casi todas las Misiones Sociales y programas de desarrollo que el Gobierno Bolivariano está impulsando actualmente en el país (SF).

Luego, la idea de que PDVSA apoya directamente a las misiones sociales con recursos extraordinarios es una forma elegante de expresar que fue creado un entramado parafiscal con el objeto de otorgar discrecionalidad al poder ejecutivo en la erogación de recursos públicos. La legitimación de tales prácticas emana del Convenio Cambiario N° 9, que en su artículo primero expresa:

Artículo 1. Las divisas originadas por concepto de exportaciones de hidrocarburos, incluidos los hidrocarburos gaseosos y otros, serán de venta obligatoria al Banco Central de Venezuela, excepto las divisas provenientes de la actividad realizada por Petróleos de Venezuela S.A., quien venderá al Banco Central de Venezuela sólo las cantidades necesarias a los fines de atender los gastos operativos y de funcionamiento en el país de dicha empresa y las contribuciones fiscales a las que está obligada de conformidad con las leyes, por el monto estimado en la Ley de presupuesto de la República. El Banco Central de Venezuela adquirirá las divisas al tipo de cambio fijado de conformidad con lo pautado en el artículo 6 del Convenio Cambiario N° 1 del 5 de febrero de 2003.

El remanente de las divisas provenientes de la actividad realizada por Petróleos de Venezuela S.A., deducidos de los montos correspondientes a los fondos a los que se refiere el artículo 2 del presente Convenio Cambiario, será transferido mensualmente al Fondo que el Ejecutivo Nacional creará a los fines del financiamiento de proyectos de inversión en la economía real y en la educación y la salud; el mejoramiento del perfil y saldo de la deuda pública; así como la atención de situaciones especiales y estratégicas, de conformidad con lo previsto en el artículo 113 de la Ley del Banco Central de Venezuela (2005:1).

Por esta vía, lo que en principio se definió como un fondo adscrito al ejecutivo nacional, rápidamente degeneró en una plétora de fondos especiales paralelos al presupuesto público, y a través de los cuales se ejecutaba gasto sin el control y la auditoría necesarios. Este hecho fue posible como consecuencia del abandono de los partidos políticos de oposición del proceso electoral que conformó la Asamblea Nacional en 2005. Al entregar la totalidad de los escaños en el órgano legislativo al partido de gobierno y sus aliados, la oposición política venezolana lejos de alcanzar el objetivo de deslegitimar al CNE como responsable de organizar las elecciones, acabó por renunciar a la posibilidad de realizar contraloría a la actuación gubernamental con la autoridad que otorga la investidura institucional.

En este contexto y con el paso de los años habrán de surgir: el Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN), Fondo Chino, Fondo Miranda, Fondo Alan, Fondo Simón Bolívar, Fondo Mao y Fondo Renot, todos ellos adscritos al poder ejecutivo. Por su parte, con adscripción directa a PDVSA surgen: el Fondo Independencia 200, Fondo Siembra, Fondo Petrobonos, Fondo Che, Fondo del Poder Popular, Fondo Social de PDVSA, Fondo para la Ejecución de Proyectos de Desarrollo Social, Fondo de Empresas de Producción Social y el Fondo Simón Bolívar para la Reconstrucción. Existen también algunos otros como el Fondo Seguridad y el Fondo Bicentenario que se alimentan de transferencias de los primeros (Armas, 2011).

Es evidente entonces que a partir del 2005 existe un entramado legal que transforma a la política fiscal en poco más que un aluvión de gasto público, que aprovechaba los ingentes recursos resultantes de los precios nominales del petróleo,

que cotizaban en su máximo histórico. Esto por supuesto generó consecuencias macroeconómicas que el BCV recoge en su Informe Económico 2005:

El aumento de los ingresos de origen petrolero permitió al Ejecutivo Nacional financiar una política fiscal expansiva centrada en la inversión pública y transferencias al sector privado. En el contexto del RAD [Régimen de Administración de Divisas], la expansión fiscal contribuyó a elevar la liquidez en la economía, lo que, a su vez, propició mayores niveles de crédito y menores tasas de interés. El efecto combinado del incremento en las transferencias del sector público y la ampliación del crédito estimuló el consumo privado a una tasa de crecimiento (16,3%) superior a la de la actividad económica (2006:79).

Así, el régimen de control de cambios ya daba muestras de haber acumulado desajustes macroeconómicos importantes, particularmente en términos de variación de precios e incrementos en las importaciones para cubrir la demanda del mercado interno. Además, existían presiones del mercado sobre el control de cambio, lo cual obligó al ente emisor a introducir reformas parciales a las rígidas disposiciones originales. Es en este marco que los convenios cambiarios 10, 12 y 13 emitidos entre 2005 y 2010 permiten en adelante que la banca comercial participe de la adquisición de divisas en canales oficiales, y amplía el tipo de personas que pueden mantener cuentas en divisas en el BCV, además de aumentar el porcentaje de las divisas que pueden retener los exportadores, desde el 10%, establecido por el convenio cambiario 1, hasta el 30%.

Pero quizás el cambio más resaltante sea el introducido por el convenio cambiario 14, que oficializa el uso de tipos de cambios múltiples con un diferencial del 65% entre las tasas. Esta nueva modalidad buscaba incentivar las exportaciones del sector no petrolero, tanto público como privado, al devaluar hasta 4,30 bolívares por



dólar la tasa aplicable a sus operaciones. Simultáneamente se implementó la tasa de 2,60 bolívares por dólar a actividades como la importación de alimentos, insumos sanitarios y maquinarias, entre otros, extendiendo de esta manera un subsidio sobre estos segmentos.

La razón esgrimida para ello fue que la economía se encontraba en recesión, con el Producto Interno Bruto cayendo más de 2.700 millones de bolívares entre 2008 y 2010 (BCV, 2012). Dicha contracción se manifestaba tanto en el sector petrolero como el no petrolero, dado que el primero sufría las consecuencias del declive en los precios del petróleo ocurridos en 2009 y 2010 (BP, 2014), mientras el segundo exhibía un desplome del 58,5% en sólo cuatro años (INE, 2014), producto de la desinversión y los desequilibrios acumulados por el control de cambios.

La necesidad de controlar la volatilidad cambiaria obliga a introducir nuevas reformas que permitan al BCV intervenir en el mercado local de divisas a través de la compra-venta de títulos emitidos en moneda extranjera (Convenio Cambiario N° 14, 2010). En este punto se hace evidente la existencia de una demanda insaciable de divisas como respuesta a la indiscutible sobrevaluación del tipo de cambio oficial, además de la comprensible reacción del mercado de demandar activos que resguarden su capital de la tendencia inflacionaria.

De acuerdo con datos oficiales, la inflación entre los años 2009, 2010 y 2011 promedió 25% (BCV, 2012, 2013), y este valor no haría más que crecer en los siguientes años. En este mismo lapso se observa un crecimiento de la base monetaria

en términos nominales de 26,1%, 40,4% y 55,3% (BCV, 2012, 2013), respectivamente, lo cual da cuenta de una aceleración en la creación de dinero bancario, que sin lugar a dudas ejercía un efecto negativo sobre la estabilidad de los precios. Sobre este particular, el instituto emisor expresaba lo siguiente:

Durante el año, el incremento del dinero base estuvo influenciado por la incidencia expansiva neta de las actividades financieras ejecutadas por el sector público de Bs. 184.130 millones (55,7% superior a la del año anterior). Las fuentes de creación de dinero primario que tuvieron mayor importancia dentro de este grupo fueron las operaciones de PDVSA, BANDES, Banco del Tesoro e institutos autónomos.

[...] Por otro lado, la liquidez monetaria en poder del público (M2) culminó el año con una variación de 50,6%, lo que representó un aumento de 31,5% puntos porcentuales por encima del registro del año precedente (19,1%) (BCV, 2012:182).

Esta actuación se repetía año tras año, tal como se desprende del Informe Económico 2012. Este documento afirma, con relación al crecimiento de la base monetaria:

Este resultado estuvo influenciado, en gran parte, por la incidencia monetaria del sector público, la cual significó una inyección neta de recursos por el orden de Bs. 284.355 millones (Bs. 184.130 millones el año anterior).

Dentro de las principales fuentes expansivas del sector público, se cuentan las operaciones de PDVSA por Bs. 130.944 millones, las del Gobierno central que generaron Bs. 57.803 millones, las del Bandedes por Bs. 43.309 millones, las de las empresas públicas, Bs. 34.520 millones y las del Banco del Tesoro e institutos autónomos por Bs. 15.460.

[...] El dinero circulante (M1) mostró al cierre del periodo una tasa de variación anual positiva de 63,5% (56,7% en 2011) y la liquidez monetaria en poder del público (M2) culminó el año con una

variación de 60,7%, lo que representó un aumento del 6,8 y 9,5 puntos porcentuales por encima de los registrados el año precedente, respectivamente (BCV, 2013:197-199).

En este sentido, las cifras dan cuenta de la propensión del gobierno nacional a monetizar la deuda pública, comportamiento que habría de degenerar rápidamente en amplios desequilibrios macroeconómicos. No obstante, también es importante reconocer la existencia de un mecanismo de desmonetización significativo en la figura de las operaciones cambiarias. Por esta vía se reporta una incidencia contractiva promedio de Bs. 156.577 millones entre los años 2011 y 2012, saldo que proporciona una noción del volumen de divisas que estaban saliendo de la economía.

Es así como, en un intento por detener la fuga de capitales, el BCV presenta el convenio cambiario N° 20, donde supedita la liquidación de buena parte de las divisas bajo régimen de control cambiario a la apertura de cuentas en moneda extranjera en la banca comercial nacional. Desafortunadamente no existen cifras oficiales sobre el total de cuentas que han sido abiertas en cumplimiento con esta medida, y consiguientemente se desconoce el volumen de dólares depositados en la banca comercial venezolana. La opacidad en la información será en adelante la norma, y el año 2013 concluirá sin la publicación del Informe Económico correspondiente.

Por otro lado, el 2013 fue prolífico en reformas cambiarias que buscaban desesperadamente corregir los desajustes macroeconómicos que enfrenta el país, sin renunciar a la lógica rentista que rige al sistema económico. Un ejemplo claro de ello es el convenio cambiario N° 21, en el cual se declara explícitamente la intención de

destinar los ingresos petroleros a satisfacer la demanda del mercado interno con importaciones:

Artículo 1. El Órgano Superior para la Optimización del Sistema Cambiario [...] regulará los términos y condiciones de las subastas especiales de divisas provenientes de ingresos petroleros en moneda extranjera de la República, que serán destinadas a cubrir importaciones para el sector real de la economía nacional [...]

Artículo 2. [...] el diferencial en bolívares entre la tasa de la postura y el tipo de cambio oficial para la venta fijado de conformidad con lo previsto en el Convenio Cambiario N° 14 del 8 de febrero de 2013 podrá ser dirigido a la creación de un fondo del Ejecutivo Nacional, destinado a gastos en moneda nacional para el desarrollo de los sectores productivos (2013:1).

Esta disposición fue seguida por arreglos como el dispuesto por el convenio cambiario N° 24, donde se aumenta el tipo de cambio aplicable a la compra de divisas a PDVSA y sus filiales “provenientes de actividades u operaciones distintas a las de exportación y/o venta de hidrocarburos” (2013:1) a tasa de cambio SICAD I -las siglas corresponde a Sistema Complementario de Administración de Divisas-, que oscilaba en torno a Bs. 12 por dólar. Con esta medida se buscaba desahogar a la estatal petrolera de las presiones financieras que implica operar bajo un tipo de cambio sobrevaluado. Sin embargo, a tan solo tres meses de su aprobación se hizo evidente que la misma resultaba insuficiente para el logro del objetivo.

Por esta razón, a principios de abril de 2014 se aprueba el convenio cambiario N° 28, que profundiza aún más la política de aumento de la tasa de cambio efectiva para actividades no petroleras de la estatal PDVSA. Luego, al derogar el convenio cambiario N° 24, el nuevo tipo de cambio aplicable a las divisas no petroleras de

PDVSA se fija en base al SICAD II, con lo cual el valor se ubica alrededor de Bs. 50 por dólar.

A pesar de ello, resulta evidente que esta disposición no ataca la base del problema, pues la mayor parte de los ingresos en divisas de PDVSA se originan en la exportación de hidrocarburos. Luego, tanto la sobrevaluación del tipo de cambio aplicable a las actividades petroleras de PDVSA, como la política de utilizar estos recursos para financiar los onerosos programas sociales del gobierno nacional, acabaron por erosionar la capitalización de la estatal petrolera y empujaron al gobierno a la nefasta práctica de monetizar la deuda de la empresa pública más importante en la economía nacional.

Para verificar este fenómeno sirva como referencia la serie Boletín de Indicadores Semanales del BCV, la cual indica que en el mes de diciembre de 2009 la cuenta que mantiene Petróleos de Venezuela y sus filiales en el ente emisor contabilizaba poco más de 6.000 millones de bolívares (BCV, 2010b). Dos años más tarde, esa misma cuenta registra un saldo de 97.677 millones de bolívares (BCV, 2011b), lo que representa un aumento de 1528%, porcentaje que de ninguna manera pudo ser logrado solo por la venta de hidrocarburos, a pesar de que el precio promedio del crudo aumentó cerca del 80% (BP, 2014).

En los años subsiguientes esta cuenta registraría aumentos del 66% en 2012, 153% en 2013, 65% en 2014 y 19% hasta el mes de febrero de 2015 (BCV, varios años). Esto por supuesto causaría un efecto en el saldo neto del sector público, el cual

era deficitario a finales de 2009, fecha en que registraba -8.629 millones de bolívares (BCV, 2010b). En el año 2011 nuevamente las cifras dan un salto, y la cuenta del sector público presenta un saldo positivo de 22.912 millones de bolívares (BCV, 2011b), que en adelante continuaría incrementándose 355% en 2012, 94% en 2013, 113% en 2014 y 54% hasta febrero de 2015 (BCV, varios años).

Como era de esperarse, la monetización de la deuda tuvo un efecto sobre la base monetaria, variable que creció en promedio 46,8% entre diciembre de 2010 y febrero de 2015. Comportamiento similar al sufrido por el índice de precios al consumidor durante el periodo diciembre 2010-diciembre 2014, etapa en que la inflación acumulada fue del 200%, promediando un 50% de incremento en el INPC (BCV, varios años).

En este contexto es aprobado el convenio cambiario N° 30, el cual finalmente deroga las restricciones al tipo de cambio aplicable a las divisas que PDVSA obtiene de la exportación de hidrocarburos. El texto de esta nueva regulación establece lo siguiente:

Artículo 1.- A partir de la entrada en vigencia del presente Convenio Cambiario, la liquidación de las operaciones de venta de divisas efectuadas por Petróleos de Venezuela, S.A. al Banco Central de Venezuela a los fines de la entrega en bolívares al Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) de las contribuciones especiales a que se refiere la Ley de Reforma Parcial del Decreto N° 8.807 con rango, Valor y Fuerza de Ley que Crea [la] Contribución Especial por Precios Extraordinarios y precios Exorbitantes en el Mercado Internacional de Hidrocarburos [...] se hará a cualesquiera de los tipos de cambio oficiales a que se contraen los Convenios Cambiarios vigentes (2014:1).

Además, para evitar interpretaciones interesadas, se emite el convenio cambiario N° 32, que refuerza dicha disposición legal:

Artículo 1. A partir de la entrada en vigencia del presente Convenio Cambiario, la liquidación de las operaciones de venta de divisas efectuadas por Petróleos de Venezuela, S.A. y sus empresas filiales al Banco Central de Venezuela, derivadas de financiamientos, instrumentos financieros y cobro de deudas, provenientes de actividades u operaciones de exportación y/o venta de hidrocarburos efectuadas en el marco de los acuerdos de Cooperación Energética, se hará a cualesquiera de los tipos de cambio oficiales a que se contraen los Convenios Cambiarios vigentes (2014:1).

Cabe resaltar que en aquella oportunidad se encontraban vigentes la tasa del Centro Nacional de Comercio Exterior (CENCOEX) de Bs. 6,3 por dólar -reservada para la importación de alimentos y medicamentos, entre otros rubros clasificados como prioritarios-, la tasa del Sistema Complementario de Administración de Divisas (SICAD), en su primera escala, de Bs. 12 por dólar -aplicable a las remesas, viajes y divisas para estudios en el extranjero, entre otras actividades-, y la tasa SICAD II en torno a Bs. 50 por dólar para el resto de las importaciones excluidas de la lista de bienes prioritarios. No obstante, existía también el anuncio extraoficial de un nuevo mercado con libre flotación del tipo de cambio, iniciativa que apuntaba a la legalización del mercado paralelo de divisas que tanta importancia había ganado en medio del control cambiario.

El nuevo mercado, denominado Sistema Marginal de Divisas (SIMADI), fue oficializado en febrero de 2015 por medio del convenio cambiario N° 33, en el cual se regula el funcionamiento de las operaciones de compra-venta de divisas al menudeo.

La tasa inicial del Sistema Marginal de Divisas fue de Bs. 170 por dólar, y en lo sucesivo ha mostrado una tendencia al alza que lo acerca cada vez más a los 200 Bs. por dólar. También, con ocasión de este anuncio fue comunicada la fusión de los mercados SICAD I y II manteniendo la tasa de Bs. 12 por dólar.

Esto reafirma la intención de las autoridades venezolanas de mantener un esquema de tipos de cambios múltiples, que permita maximizar la captación de renta petrolera, en momentos en que los precios de exportación del hidrocarburo han caído por debajo de los 60 dólares por barril. Al mantener tasas de cambio “preferenciales” para la importación de alimentos, medicamentos, equipos y materia prima, el Estado asume un importante volumen de subsidios al consumo y la industria nacional, con los cuales intenta paliar el efecto negativo que tiene la inflación en el poder adquisitivo del ciudadano común y en los costos de producción del sector manufacturero. Sin embargo, esta medida no ha ido acompañada de políticas monetarias y fiscales que permitan reconducir la demanda de bienes y servicios del mercado interno, la cual es particularmente alta, dada la combinación de precios regulados en los principales bienes de consumo, y crecimiento del dinero circulante a causa de la monetización del déficit fiscal.

En cambio, la respuesta de las autoridades venezolanas a esta situación ha sido endurecer los términos del control de precios, alegando que los productores y comerciantes no están respetando las leyes sobre el tema. Esto ha sido complementado con una oleada de inspecciones y multas, que en última instancia desincentivan la actividad productiva y comercial, que ha dejado de ser rentable por la incompatibilidad



entre la regulación oficial de los precios y el contexto inflacionario que presiona para que estos últimos se ajusten con frecuencia.

Un elemento adicional que agrava esta situación es el hecho de que el acceso a las divisas, en cualquiera de los tres mercados oficiales -CENCOEX, SICAD y SIMADI- se ha vuelto sumamente complicado. Quienes demandan divisas -sea con fines transaccionales, especulativos o de portafolio-, denuncian que el proceso de solicitud es engorroso y burocrático, y por ende muy propenso a la corrupción. Además, las liquidaciones se deciden de forma discrecional y ocurren con una frecuencia irregular, imposibilitando la planificación gerencial del sector privado, que se ha visto obligado a recurrir al mercado negro de divisas para satisfacer sus necesidades y, a acumular inventario para reducir la frecuencia de reposición ante la volatilidad cambiaria.

No obstante, la nomenclatura oficial ha denunciado ambas estrategias como síntomas de una “guerra económica”, calificando la acumulación de inventario como acaparamiento, y mostrándose incapaz de entender que el surgimiento del mercado paralelo de divisas es una expresión inequívoca de las fallas en el sistema de control de cambio. Estas fallas se traducen en una demanda de divisas que tiende a infinito, debido a las posibilidades de arbitraje que ofrece la existencia de tres tasas oficiales y una paralela.

Como era de esperarse, estos factores han generado importantes niveles de escasez y desabastecimiento de todo tipo de productos, los cuales ya no son

manufacturados o importados debido a los obstáculos para hacerlo. Entretanto, los esfuerzos por solventar esta situación con importación de bienes por parte del sector público han causado una caída significativa en el acervo de reservas internacionales, introduciendo presiones adicionales sobre el sistema cambiario, el cual evidencia agotamiento y necesita de una reforma.

## **Capítulo II - El régimen de cambios diferenciales y la economía venezolana**

Un breve repaso a la historia económica de Venezuela demuestra que desde 1934 la intervención estatal en materia cambiaria ha sido una constante (Ver Tabla 1). De hecho, en sentido estricto, desde la década de 1930 el único lapso en que el tipo de cambio fluctuó libremente fue entre los meses de abril y junio de 1996, e incluso entonces la flotación solo sirvió como mecanismo de transición entre el control cambiario y el régimen de bandas cambiarias. Pero aún más curioso es que en un periodo de 81 años de historia -entre 1934 y 2015- el régimen cambiario más común en Venezuela fue el sistema de tipos de cambio múltiples, el cual se ha implementado en tres ocasiones: de 1941 a 1960, de 1983 a 1989 y de 2010 a la actualidad, para un total de 30 años de vigencia.

El sistema de cambios múltiples consiste en el establecimiento de uno o más tipos de cambio preferenciales para algunas, o todas, las transacciones de cuenta corriente, mientras que las operaciones de cuenta capital se cotizan a una tasa libre, determinada por un mercado que puede ser legal o ilegal, según sea el grado de restricciones que imponga al gobierno para el acceso a las divisas (Avellán, SF:5). Así, las tasas preferenciales actúan a manera de subsidio para las transacciones de la cuenta corriente, en tanto que se confía a la tasa libre -o financiera- la obligación de ajustar el valor de la moneda para aliviar las presiones inflacionarias, minimizando el impacto de la devaluación sobre la economía real (Kiguel y O'Connell, 1995).

Sin embargo, esta estrategia posee limitaciones relacionadas con la capacidad de las autoridades de sostener la segmentación del mercado cambiario. Sobre este particular, Kiguel y O'Connell (1995:33-34) afirman:

La completa separación de los dos mercados cambiarios se vuelve difícil de implementar, y la tasa paralela se vuelve más importante en la definición de los precios.

El grado de influencia de la tasa paralela depende en gran medida de cuanto control ejercen las autoridades sobre la cuenta corriente. Cuando las divisas son racionadas, la tasa oficial se hace cada vez más irrelevante.

Es por ello que los autores recomiendan que la segmentación del mercado cambiario solo sea establecida como una medida temporal, dado que este sistema pierde efectividad entre seis y nueve meses después de ser implementado (Kiguel y O'Connell, 1995). Esto obliga a preguntarse el por qué los gobiernos deciden utilizar el sistema de tipo de cambios múltiples durante periodos prolongados, a pesar de las contraindicaciones de los economistas. Y la respuesta está en las prerrogativas que ofrece este sistema, según las refieren Kiguel y O'Connell (1995:24):

Las ventajas teóricas de las tasas duales son muy claras. Un sistema dual es más efectivo que un régimen de cambio fijo o una tasa administrada en lo que a aislar las reservas internacionales de los flujos de capital se refiere, porque estas llevan a una depreciación de la tasa paralela en lugar de a una pérdida de reservas. Es más efectivo que una tasa flotante simple limitando el impacto de los flujos de capital en los mercados domésticos, porque las transacciones de cuenta corriente son conducidas a la tasa comercial (preferencial). En principio, propiedades similares aplican a los sistemas de mercado negro; los controles de cambio protegen las reservas internacionales, mientras algunas operaciones de cuenta corriente tengan lugar a la tasa oficial.

En la práctica, los mercados paralelos ofrecen un alivio temporal, en el mejor de los casos, a la paradoja entre ajustar los precios o ajustar las reservas que implica un sistema de una única tasa de cambio.

**Tabla 1 - Regímenes Cambiarios en Venezuela**

<b>Año de Introducción del Régimen</b>	<b>Régimen Cambiario</b>
<b>1934</b>	Tipo de Cambio Fijo para la actividad petrolera
<b>1941</b>	Tipos de Cambio Múltiples
<b>1960</b>	Control de Cambio
<b>1964</b>	Tipo de Cambio Fijo
<b>1983</b>	Tipos de Cambio Múltiples
<b>1989</b>	Flotación Administrada
<b>1993</b>	<i>Crawling Peg</i>
<b>Abril de 1994 (última semana)</b>	Flotación Administrada
<b>Mayo a Junio de 1994</b>	Subastas
<b>Julio de 1994</b>	Control de Cambio
<b>Abril de 1996</b>	Flotación cambiaria
<b>Julio de 1996</b>	Bandas Cambiarias
<b>2002</b>	Flotación con subastas
<b>2003</b>	Tipo de Cambio Fijo
<b>2010</b>	Tipos de Cambio Múltiples

Fuente: Elaboración propia

Por estas razones, el sistema dual -o de tasas múltiples- es la opción preferida por las autoridades monetarias cuando enfrentan una crisis de la balanza de pagos, ya que esta estrategia les permite minimizar el riesgo de erosionar sus reservas internacionales. Consiguientemente, “a mayor riesgo de iliquidez, es más probable [la aparición de] un sistema de múltiples tasas de cambio” (Avellán, SF:12); lo cual, de acuerdo con Avellán, hace que el sistema dual tienda a implementarse cuando:

- Se aproximan importantes volúmenes de servicio a la deuda, en relación con las exportaciones.
- Existen desequilibrios en los tiempos de maduración de la deuda.
- Los compromisos crediticios están denominados principalmente en divisas.
- Los bienes manufacturados representan un importante porcentaje de las importaciones, y por lo tanto impactarían los precios domésticos en caso de una devaluación.
- Existe una alta sensibilidad a la inflación por parte de las autoridades económicas.
- El crecimiento económico es muy débil y la segmentación del mercado ofrece financiamiento adicional al sector público.

En este sentido, es importante indagar cuáles de estos factores motivaron la escogencia del sistema de cambios múltiples en las tres ocasiones en que ha sido implementado en Venezuela.

### **Primera etapa: 1941-1960**

En primer lugar tenemos el periodo 1941-1960, lapso en el cual se encontraba en vigencia el Patrón Oro, lo cual ofrecía un mecanismo para lidiar con las crisis de la balanza de pagos, reduciendo el riesgo de iliquidez en la economía. Sin embargo, durante esta etapa Venezuela sufre una fractura en términos de productividad entre los sectores petrolero y no petrolero de la economía, habida cuenta del rápido crecimiento de la industria de hidrocarburos en el país, que a partir de 1926 se convierte en la principal fuente de ingresos. Esto se tradujo en una condición que actualmente se hace extensiva a las operaciones de todo el sector productivo no petrolero:

Cuando ocurría una crisis en la agricultura nacional, expresión de una retracción en los precios, se planteaba el problema del tipo de cambio apropiado para compensar, en moneda nacional, a los exportadores por las pérdidas en las que inevitablemente habrían de incurrir. No obstante la renuencia de las autoridades económicas de devaluar la moneda, en una magnitud suficiente para resarcir la pérdida de ingresos en divisas, el sostenimiento de la política cambiaria se constituyó en un factor permanente de tensión que incidió adversamente en la dinámica de las exportaciones agrícolas, a la par que estimuló un repunte de las importaciones (Guerra, 2004:16).

En este sentido, la introducción de una política de cambios duales, y el apego a ella durante dos décadas, fue la respuesta gubernamental a la existencia de dos sectores productivos (petrolero y no petrolero) que crecían a ritmos diferentes y reclamaban

estrategias cambiarias opuestas. Sin embargo, es indispensable destacar que la racionalidad tras la estrategia de tipos de cambio múltiples no buscaba viabilizar la producción del sector no petrolero de la economía, pues de hecho ya se había decidido que sus ingresos podrían ser reemplazados con la exportación de hidrocarburos y su producción podía ser adquirida en el extranjero con la ingente ola de divisas que aportaba la comercialización del “oro negro”. Se identifica entonces que la conversión de Venezuela en una economía monoprodutora y monoexportadora fue el logro de un objetivo planteado por el gobierno nacional.

La política de cambios múltiples no llegó a ser cuestionada como estrategia hasta el advenimiento del *shock* que significó la caída de los precios del petróleo hacia finales de la década de 1950. Este fenómeno disparó una salida masiva de capitales de la economía, y fue el causante de una importante erosión del acervo de reservas internacionales (Guerra, SF). Así, entre los años 1959 y 1962 se dispuso un periodo de transición en el cual se devaluó la moneda un 35% (Kiguel y O’Connell, 1994), haciendo uso de las tasas diferenciales, y finalmente en el año 1964 se produjo la unificación cambiaria, modalidad que permaneció vigente otras dos décadas.

### **Segunda etapa: 1983-1989**

Curiosamente, el fenómeno que marco el fin de la política de cambios diferenciales a principios de la década de 1960, fue el mismo que la trajo de vuelta el 18 de febrero de 1983: la crisis económica. El shock externo que la causó fue consecuencia, una vez más, del derrumbe de los precios del petróleo, que a su vez



derivó en un saldo deficitario en la cuenta corriente y en la pérdida de reservas internacionales. El gobierno respondió a esta tendencia implementando un “control de cambios con devaluación, control de precios y [una] política fiscal contractiva” (Guerra, SF:258). En esta ocasión la política de cambios diferenciales no fue implementada para facilitar el proceso de devaluación de la moneda, sino por el contrario, su intención principal fue anclar el valor de esta para evitar una escalada en los precios nacionales de los bienes importados. Esta medida probó ser sumamente ineficiente, pues el grado de influencia de la tasa de cambio paralela (libre) sobre la economía real no hizo más que incrementarse, debido a las fuertes restricciones al acceso a divisas al precio oficial. El resultado de los controles fue un desplome del 18,1% en el PIB del país entre los años 1980 y 1989, un incremento de la deuda externa, que a finales de 1989 se ubicó en torno al 54% del PIB, una inflación galopante, que oscilaba en torno al 84% a finales de la década de 1980, y un tipo de cambio oficial que se incrementó hasta diez veces para intentar cerrar la brecha respecto a la cotización del tipo de cambio paralelo (Ver Tabla 2) (Hausmann, 1995).

**Tabla 2 - Tipos de Cambio Múltiples en la década de 1980**

<b>Tipos de Cambios</b>	<b>1983</b>	<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>
<b>Controlado</b>	4,30	4,30	4,30	4,30	7,50
	6,00	6,00	7,50	7,50	14,50
		7,50			
<b>Promedio</b>	5,15	5,93	5,90	5,90	11,00
<b>Libre*</b>	9,90	12,65	13,75	19,90	27,93
<b>Diferencial**</b>	48%	54%	58%	70%	61%

\*Promedio del año

\*\*Diferencial entre la tasa controlada promedio y la tasa libre

Fuente: Adaptado de Guerra (SF:258)

Como era previsible, la tasa oficial no fue capaz de reducir el diferencial que mantenía con la tasa libre, fundamentalmente a causa de cuatro factores, según refiere José Guerra (SF.):

- En primer lugar está lo que el autor denomina “condiciones de mercado”. Esto incluye la reducción de los precios del petróleo, el vencimiento de un importante volumen de deuda externa y la consiguiente pérdida de reservas. Ello determinó que la oferta de dólares por parte del BCV se volviera rígida, obligando a que la demanda de divisas no satisfecha se tradujera en aumentos del tipo de cambio en el mercado paralelo.

- En segundo lugar, el incremento registrado por el gasto público, la liquidez monetaria y la base monetaria entre los años 1984 y 1986. Estas variables crecieron en términos nominales un 46%, 38% y 29%, respectivamente, y buena parte de estos fondos acabó por engrosar la demanda de dólares de la economía nacional.
- En tercer lugar están las expectativas de devaluación e inflación de los agentes económicos nacionales, que al intentar anticiparse a los cambios en estas variables, incrementan su demanda de activos valorados en divisas. Además la existencia de tasas de interés reales negativas durante el periodo no hace más que reforzar esta tendencia.
- En cuarto lugar, las trabas administrativas a la adquisición de divisas preferenciales, condición que además de obstaculizar la inversión privada en actividades productivas -al dificultar la importación de insumos y equipos-, obliga a que la demanda migre al mercado paralelo y transfiera el diferencial cambiario a los precios de los productos en moneda local, contribuyendo al fenómeno inflacionario.

### **Tercera etapa: 2010-a la fecha**

Entre 1989 y 2009 la economía venezolana atraviesa un periodo convulso. Durante esta etapa el gobierno experimentó con un total de nueve sistemas cambiarios diferentes, los cuales evolucionaron desde la relativa libertad cambiaria de la flotación administrada, al estricto régimen de control de cambio que aun hoy continúa en

vigencia. El hilo conductor de esta evolución fue el sempiterno desequilibrio fiscal, factor que en buena medida fue responsable del fracaso de todas las alternativas cambiarias implementadas.

Dicho periodo, además, coincidió con el derrumbe del sistema de democracia representativa bipartidista que se había instaurado de facto en el país desde 1958, y que se oficializó en el llamado Pacto de Punto Fijo de 1961. La crisis de este sistema estuvo estrechamente relacionada con su incapacidad para corregir los desajustes macroeconómicos que obligaron a las incesantes reformas que vivió el régimen cambiario. Consiguientemente, es de resaltar que debido a las incompatibilidades entre los ciclos políticos y los ciclos económicos fueron postergadas las reformas necesarias para estabilizar a la economía, y en cambio se insistió en sostener una política fiscal contraria a las necesidades de la nación, y absolutamente contraproducente a la luz de la orientación que seguía la política monetaria.

Bajo este panorama, en 1998 el electorado acude a las urnas de votación para seleccionar al próximo responsable de la administración del país. El resultado fue un voto castigo a los partidos políticos tradicionales, con lo cual asume el poder una nueva fuerza, encabezada por Hugo Chávez. Pero el cambio de gobierno no fue acompañado por una racionalización de la economía, pues una vez más se dio prioridad a la estrategia política por delante de la estabilidad macroeconómica. En este sentido, el gobierno de Chávez decidió apuntalar su base de apoyo popular por medio de un ingente volumen de gasto público, que en conjunto con el control de cambio

implementado en 2003, se convirtió en una bomba de tiempo que incrementaba sus posibilidades de explotar con cada año que dicho esquema permanecía vigente.

Tal y como puede observarse en la Tabla 3, entre 2003 y 2010 el gobierno venezolano decide una vez más implementar una política monetaria expansiva. Esta estrategia determinó que durante dicho lapso la liquidez monetaria en la economía nacional registrara un incremento acumulado del 248,4% (BCV, varios años). Buena parte de este total fue destinado a monetizar la deuda pública, que para 2009 registraba un déficit del 8,7% del PIB (BCV, 2010). Ese mismo año el saldo en la cuenta corriente sufrió una contracción significativa respecto al valor de 2008 (BCV), debido a la caída en los precios del petróleo, factor que hasta entonces habían hecho crecer el Producto Interno Bruto (PIB) lo suficiente como para mantener a raya la relación deuda pública-PIB.

**Tabla 3 - Evolución de las variables macroeconómicas 2003-2015**

<b>Año</b>	<b>Superávit o déficit financiero (% del PIB)<sup>1</sup></b>	<b>Superávit o déficit primario (% del PIB)<sup>1</sup></b>	<b>Total de la Deuda Pública (% del PIB)<sup>2</sup></b>	<b>Liquidez Monetaria (Variación %)</b>	<b>Cuenta Corriente (Variación %)</b>	<b>Reservas Internacionales netas (Variación %)</b>	<b>Precio del petróleo (en US \$)<sup>3</sup></b>
2003	---	---	47,6	---	---	---	36,50
2004	2,5	6,2	38	50,4	20,8	12,5	47,19
2005	4,1	7,1	32,4	52,7	83,4	26,6	65,03
2006	-1,5	0,6	24,1	69,3	6,7	24,2	75,28
2007	-2,9	-1,2	19,2	27,8	-26,3	-9,8	81,33
2008	-2,7	-1,2	14	27	96	26,3	105,23
2009	-8,7	-7,2	18,2	21,2	-77,1	-16,3	66,97
2010	-10,4	-6,6	18,4	24	100	-16,2	84,93
2011	-11,6	-9,4	25,2	50,6	125,4	1,3	115,22
2012	-20,8	-9,3	27,5	60,1	-54,8	0,5	113,31
2013	-11,7	6,3	57	66,5	-62,6	18	108,66
2014	-15,2	9	43,6	66,8	-78,19	0,03	99,61
2015	-30,5	-4	59*	70,1*	---	-23,3*	53,66
<i>Variación acumulada</i>	-109,4	-9,7	32,63 (promedio)	586,5	133,31	3,65 (promedio)	80,99 (promedio)

\*Al 12 de Noviembre del 2015

<sup>1</sup> Cifras correspondientes al sector público consolidado

<sup>2</sup> Cifras correspondientes al gobierno central

<sup>3</sup> Precio correspondiente al crudo Brent

Fuente: Elaboración propia con datos de BCV (varios años), ONAPRE (2016), BP (2014) y MPP Petróleo y Minería (SF).

Estos datos ponen de manifiesto la existencia de importantes desequilibrios macroeconómicos. Un ejemplo de ello es la brecha existente entre el déficit primario y el déficit financiero entre 2003 y 2015 (Ver Tabla 3), lo cual permite inferir que en este periodo tuvieron lugar importantes desembolsos por concepto de amortización de la deuda pública. Luego, con los precios del petróleo a la baja y el vencimiento de la deuda pública presionando a las finanzas nacionales, el gobierno decide segmentar el mercado cambiario para desahogar las cuentas nacionales.

Así, el 8 de enero de 2010 es presentado el convenio cambiario N° 14, el cual decreta la existencia de dos tipos de cambio oficiales: una tasa de 2,60 bolívares por dólar para importaciones prioritarias y pagos del sector público no petrolero, y un cambio de 4,30 bolívares por dólar para el resto de las importaciones, las exportaciones del sector privado, y las exportaciones del sector público no petrolero. Entretanto, para financiar el gasto parafiscal se dispuso que los dólares que PDVSA transfería a fondos paralelos, como el Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN), fueran comprados por el gobierno al tipo de cambio más alto. Esto deja entrever la predisposición del ejecutivo a sostener el nivel de gasto público sin importar el costo que ello significaba para la economía nacional.

Es por ello que observamos a partir de 2010 un marcado deterioro de las finanzas públicas, con un déficit financiero que aumenta hasta alcanzar los dos dígitos, para posteriormente desaparecer de los informes económicos que emiten tanto el BCV como el Ministerio del Poder Popular para la Economía, Finanzas y Banca Pública (que

en 2010 se llamaba Ministerio del Poder Popular de Planificación y Finanzas), obligando a recurrir a fuentes indirectas para conocer los datos. Este último detalle genera todo tipo de suspicacias, pues justo cuando deja de informarse el porcentaje de la deuda pública con relación al PIB, se dispara el crecimiento de la liquidez monetaria, que desde entonces y hasta el 12 de Noviembre del 2015 acumula un alza del 338,1% (BCV, varios años). Simultáneamente, la cuenta corriente comienza a mostrar una merma importante en su saldo, promediando una contracción del 65% en los últimos tres años (BCV, varios años). Adicionalmente, las reservas internacionales exhiben una reducción del 19,67% en su acervo entre 2010 y Noviembre de 2015 (BCV, varios años), a pesar de que el precio del petróleo promedió 95,89 dólares por barril durante dicho periodo (BP, 2014; MPP de Petróleo y Minería, SF).

La respuesta gubernamental a los desajustes macroeconómicos fue segmentar aún más el mercado cambiario, creando el Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (SITME), reglamentado en 2012 (Convenio Cambiario N° 20, 2012) y sustituido el siguiente año por el Sistema Complementario de Administración de Divisas (SICAD) (Convenio Cambiario N° 22, 2013). Posteriormente, a finales de 2013 fue renombrada la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI) para convertirla en el Centro Nacional de Comercio Exterior (CENCOEX). Luego se agregó a la mezcla el Sistema Cambiario Alternativo de Divisas (SICAD II) en 2014 (Convenio Cambiario N° 27, 2014), el cual se fusionó con el SICAD I en 2015, cuando también fue creado el Sistema Marginal de Divisas (SIMADI) (Convenio Cambiario



Nº 33). En total, se mantienen vigentes tres tipos de cambio: CENCOEX, SICAD y SIMADI.

Todos estos mercados han funcionado bajo el régimen de control cambiario que fue impuesto en 2003, y consiguientemente todos ellos disponen de fuertes regulaciones al método de adquisición, frecuencia de puja y cantidad de divisas a las cuales pueden acceder tanto las personas naturales como las jurídicas. Esto ha supuesto el surgimiento de un mercado paralelo donde el precio de la moneda flota libremente, en base a la oferta y la demanda, reflejando las dificultades intrínsecas a obtener moneda extranjera en cualquiera de los mercados oficiales, y sumando además la prima de riesgo que supone operar en un mercado ilegal.

Dado el carácter restrictivo del sistema cambiario oficial en Venezuela, y la persistencia de las regulaciones durante más de una década, el tipo de cambio del mercado paralelo ha tomado un rol preponderante en la fijación del precio de los bienes y servicios en la economía nacional. Ello ha incrementado la presión inflacionaria en el mercado interno, la cual ya era alta debido al ingente crecimiento de la liquidez monetaria en los últimos años, y ahora debe sumársele el efecto del amplio diferencial cambiario entre las tasas oficiales y la del mercado negro.

De igual manera, las restricciones cambiarias han degenerado en la escasez de buena parte de los bienes de consumo que componen la cesta básica venezolana, a causa de los obstáculos que enfrentan los comercios para acceder a las divisas necesarias para importar mercancía. Como referencia considérese que entre los años

2003 y 2013 el índice de escasez mensual publicado por el BCV promedió un 13,1% (BCV e INE, 2013), pero en adelante no hizo más que aumentar, y ya en abril de 2014 este indicador se disparó hasta el 26,9% (Salmerón, 2014). Desde entonces el índice de escasez mensual ha desaparecido de los informes de la autoridad monetaria, a pesar de que el ocultamiento de las cifras oficiales constituye una violación de la ley del Banco Central de Venezuela. Además, la situación de escasez se agrava frente a la proliferación de controles oficiales que regulan los precios de venta de las mercancías, los volúmenes de inventario y la circulación de bienes en el territorio nacional, y que sin embargo son completamente ineficientes en sus intentos por controlar el arbitraje, la sobrefacturación/subfacturación de importaciones y exportaciones, el contrabando de mercancía, la inflación y el incremento del diferencial cambiario entre las tasas fijadas por el gobierno y la del mercado negro.

### **El régimen de cambios diferenciales desde una perspectiva teórica**

Dados los decepcionantes resultados que ha obtenido el régimen de cambios diferenciales, resulta imprescindible evaluar desde el punto de vista teórico los elementos que hacen que el sistema falle, dejando a su paso una economía profundamente afectada. En este sentido, es necesario resaltar el papel que juegan las restricciones cambiarias en un mercado de divisas segmentado a la hora de definir la evolución del sistema. Al respecto Kiguel y O'Connell (1995:30) afirman:

Aunque los controles de capital pueden ser implementados por las mismas razones que las tasas de cambio duales -para aislar a la economía de los shocks temporales a la cuenta capital- también tienen como objetivo influenciar la distribución de la riqueza privada

entre los activos domésticos y los extranjeros. La motivación subyacente es con frecuencia fiscal: los activos domésticos pueden ser sujetos a impuestos con más facilidad que los extranjeros. Esto es particularmente cierto para los balances de efectivo, los cuales pueden ser objeto de tributación a través de la inflación con un costo político y administrativo mínimo (cuando la inflación es moderada). Consiguientemente los gobiernos esperan incrementar la demanda de activos domésticos al evitar o ralentizar la acumulación de activos extranjeros. [...] Los mercados negros de divisas frustran parcialmente esta posibilidad al proveer un canal para acumular activos extranjeros. Pero la evidencia sugiere que, incluso en el largo plazo, los controles de capital mantienen cierta efectividad restringiendo la liquidez de los balances [en activos] extranjeros y dirigiendo la demanda hacia los bienes domésticos.

Esta cita permite identificar dos características esenciales de todo régimen de cambios diferenciales. La primera es que ante la imposibilidad de adquirir activos extranjeros la demanda por activos domésticos que sirvan como reserva de valor, tales como inmuebles, vehículos y bienes de capital, se incrementará significativamente, disparando los precios de dichos bienes. La segunda es la confirmación de que el mercado negro es una consecuencia inmediata del establecimiento de un control de capital, y además, a medida que este atiende una porción cada vez mayor de la demanda interna de divisas, el mercado paralelo acaba por erosionar progresivamente la efectividad de los controles. Esta última característica se hace especialmente notoria cuando las autoridades económicas deciden tolerar desequilibrios macroeconómicos importantes para evitar unificar los tipos de cambio:

En contraste con un sistema dual instalado temporalmente como parte de una política general de ajuste, el surgimiento de un mercado negro refleja con frecuencia una predisposición sistemática en contra de la devaluación del tipo de cambio oficial. Cuando las políticas monetaria y fiscal expansivas incrementan la tasa de inflación y llevan a una sobrevaluación del tipo de cambio, la balanza de pagos

se deteriora gradualmente. Si el gobierno falla en corregir este desequilibrio adecuando su política macroeconómica o devaluando la tasa de cambio oficial, se ve forzado a restringir el acceso a las divisas al cambio oficial. Las expectativas generalizadas de que las autoridades implementaran una maxidevaluación o reforzarán el control cambiario incrementan la demanda de divisas al incentivar a los importadores a acumular inventario y al promover la sustitución de activos domésticos por moneda extranjera (Kiguel y O'Connell, 1995:30).

Dichas consecuencias, descritas en tales términos por la teoría, encuentran confirmación en la realidad venezolana actual, pero también en los sucesos que vivió el país en la década de 1980:

En Venezuela, por ejemplo, mientras que la inflación no se incrementó significativamente durante la fase temprana del sistema dual, finalmente subió desde el 10% en 1982 hasta alrededor del 30% en 1988, principalmente a causa de la inacción de las autoridades a la hora de adoptar políticas restrictivas para lidiar con los desbalances internos (Kiguel y O'Connell, 1994:22).

Durante este periodo el país también sufrió el rápido incremento del diferencial cambiario entre la tasa oficial y la del mercado paralelo:

Habiendo surgido al implementarse el sistema dual, el diferencial creció por encima del 200% a finales de 1983. La devaluación a principios de 1984 redujo el diferencial a la mitad. En ausencia de un cambio en las políticas subyacentes, sin embargo, el diferencial volvió a crecer hasta que una segunda maxi-devaluación fue implementada a finales de 1986. El ciclo devaluación-diferencial fue finalmente eliminado cuando el mercado cambiario fue unificado en 1989 (Kiguel y O'Connell, 1994:16-17).

La manifestación de dichos desequilibrios ha sido aún más grave en fechas recientes, pues en esta ocasión el diferencial entre la tasa de cambio del mercado negro (Bs.850 por dólar) y la tasa oficial más baja (Bs.6,3 por dólar) supera el 13.490%, y es

igualmente impresionante en comparación con el resto de los tipos de cambio fijados por el gobierno, como la tasa SICAD de Bs. 12 por dólar, que determina un diferencial del 7.084%, y la tasa SIMADI que cotiza cerca de Bs.200 por dólar, para un diferencial del 425%. Además, las cifras oficiales indican que la inflación cerró el 2015 por encima del 180% (BCV, 2015c), y durante varios años se ha observado un incremento significativo en la demanda de activos extranjeros y un alza en el volumen de inventario de los importadores.

Para explicar estas tendencias Ricardo Hausmann ha desarrollado un modelo en el cual evalúa los cambios que soporta una economía bajo régimen de tipos de cambio múltiples cuando sufre un *shock* petrolero negativo. La construcción del modelo supone que existen dos tipos de cambio: uno oficial al cual se realizan todas las transacciones comerciales y uno flotante al cual se realizan las transacciones financieras. No obstante, este modelo difiere de la hipótesis estándar al considerar que el volumen de importaciones es controlado por el gobierno para intentar reducir las posibilidades de arbitraje, ya que el precio interno de los bienes transables es endógeno, y ello supone que los importadores se apropian una renta (Hausmann, 1995). Las conclusiones del modelo son muy interesantes, y reflejan fielmente lo ocurrido en Venezuela tanto en la década de 1980 como en la actualidad:

Este modelo tiene unas propiedades de equilibrio muy diferentes [del modelo estándar]. Primero que nada, es inestable: si el gobierno mantiene un superávit, la tasa paralela se contraerá gradualmente hacia la tasa oficial hasta que el sistema se convierta en un régimen de tipo de cambio fijo. Si el gobierno mantiene un déficit, el incremento en la oferta de dinero causará una apreciación de la tasa oficial, lo cual menoscabará las cuentas fiscales, aumentando aún

más la expansión monetaria. En este proceso, el diferencial [cambiario] crecerá hasta el punto en que la tasa de cambio oficial pierda toda credibilidad, forzando al gobierno a devaluarla. Esto puede ser denominado un sistema de *leaping peg* con grandes maxi-devaluaciones teniendo lugar periódicamente. Lo que causa la inestabilidad es que los agentes son incapaces de reducir la oferta de dinero a través del deterioro de la balanza de pagos, dado que tanto la cuenta corriente como la cuenta capital ahora son exógenas. Si existe un déficit en el sector público, surgirá un problema de exceso de dinero y necesitará de un diferencial cambiario en permanente crecimiento (Hausmann, 1995:7-8).

En este modelo, cuando las devaluaciones se quedan significativamente por debajo del diferencial cambiario el gobierno puede disfrutar de un breve periodo de mejoría en algunos indicadores económicos, sin embargo, tal y como concluyen Kiguel y O'Connell (1994), a falta de una política macroeconómica acorde (contractiva) el efecto resultante será tan efímero que probablemente se disipe en tan solo un trimestre. Por otro lado, el modelo también identifica el efecto que tiene el diferencial cambiario sobre los inventarios de bienes importados, desmontando el argumento esgrimido por el gobierno venezolano durante el último año, en el cual denuncia acaparamiento y especulación por parte del comercio en general. Con relación a estos puntos Hausmann declara:

Curiosamente, dentro de cierto rango, las devaluaciones de la tasa oficial no afectan el precio domestico de los bienes transables y pueden reducir la inflación dado que transfieren rentas de importación al gobierno, reduciendo por tanto el déficit fiscal. Asimismo, confrontado con un shock negativo el gobierno tiene un grado adicional de libertad. Puede recortar la cuota de importaciones para defender administrativamente el volumen de reservas. Esta política tendría un impacto expansivo en el producto en el corto plazo. También incrementaría el diferencial [cambiario] y aceleraría la tasa a la cual crece, adelantando la próxima devaluación oficial. Los inventarios también juegan un rol más desestabilizador que en

caso de que el tipo de cambio fuese fijo. Dado que los agentes no son libres para incrementar las importaciones, la acumulación afectará cualquier bien que pueda ser almacenado que sea susceptible de encarecerse tras el colapso [del sistema], haciendo que la demanda de producto interno se vea mucho más afectada por el ciclo de inventario (1995:8).

Ahora bien, a partir de los elementos teóricos presentados, resulta claro que existe una variable en particular responsable de desencadenar los desequilibrios macroeconómicos en un sistema de tipos de cambio múltiples: el diferencial cambiario. Numerosos estudios han demostrado que la amplitud de la brecha entre los tipos de cambio y la persistencia de dicho diferencial durante periodos prolongados tiene como resultado una significativa ralentización del crecimiento económico de un país (Kiguel y O'Connell, 1994). De hecho, Barro y Lee (1993 en Kiguel y O'Connell, 1994:24) “asocian un 10 por ciento de diferencial con una reducción de casi medio punto porcentual en la tasa de crecimiento anual del producto interno bruto”. Para poner esta cifra en contexto, considérese que para el 2015 el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyectaba una contracción del 7% en el PIB venezolano, y atribuía la mitad de dicha contracción a la caída de los precios del petróleo (El Universal, 2015). En cambio, apegados a las estimaciones de Barro y Lee, el diferencial existente entre el tipo de cambio del mercado paralelo y la tasa SIMADI -el tipo de cambio oficial más alto- sería suficiente para causar un desplome del 12,5% anual en el PIB venezolano.

La principal razón tras la elevada capacidad del diferencial cambiario de influir sobre la economía real es que su cotización tiende a anticipar las devaluaciones de la tasa oficial, incentivando la reestructuración del portafolio para incluir una mayor

cantidad de activos extranjeros, lo cual ocurre a costa de elevados picos de volatilidad en la cotización del tipo de cambio del mercado paralelo. Esta característica es referida por Kiguel y O'Connell (1995:35) en los siguientes términos:

La evidencia más poderosa del comportamiento predictivo de la tasa de cambio paralela viene de los movimientos en el diferencial antes de una devaluación. Dado que las devaluaciones no-escalonadas tienen escaso efecto sobre el diferencial a largo plazo, las noticias de una devaluación inminente son asociadas con expectativas de depreciación en la tasa paralela. Por tanto los activos extranjeros lucen más atractivos en el corto plazo, induciendo movimientos de capital e incrementando el diferencial inmediatamente. El diferencial luego disminuye cuando la devaluación ocurre; de hecho, puede caer cerca del monto total de la depreciación oficial, porque ya tuvo lugar la mayor parte del ajuste en la tasa paralela.

Otro de los factores que hacen que la tasa paralela impacte en la economía real es la incapacidad de los controles para proteger las reservas internacionales y los precios internos en el largo plazo. El diferencial cambiario afecta ambos indicadores a través de dos canales:

El primer canal es por medio del comercio internacional ilegal. Los incrementos sostenidos en el diferencial promueven la desviación de las exportaciones desde los canales oficiales a los no-oficiales y lo opuesto para las importaciones. Consiguientemente el aumento del diferencial tiende a depauperar la balanza comercial oficial (reduciendo el aislamiento de las reservas internacionales) y produce la acumulación de activos extranjeros en términos netos en manos de agentes privados a través del balance de la cuenta corriente paralela. El balance fiscal también puede resultar afectado, alterando el crecimiento de la deuda pública en el tiempo. Los ingresos por impuestos al comercio internacional, por ejemplo, caen típicamente cuando surge un alza sostenida del diferencial, ya que la facturación de exportaciones en los canales oficiales se reduce y las autoridades limitan el volumen de importaciones para evitar una pérdida excesiva de reservas.



El segundo canal a través del cual las tasas paralelas perturban la economía es a través de los precios, porque la tasa paralela tiene un efecto directo sobre los precios domésticos de los bienes que ingresan o salen de la economía por canales no-oficiales. En casos de racionamiento extremo de las importaciones, por ejemplo, los precios domésticos de los bienes importados tienden a ser determinados únicamente por los precios mundiales y la tasa paralela. Pero incluso cuando ninguna transacción de cuenta corriente tiene lugar a la tasa paralela, los cambios en esa tasa alteran el total de riqueza financiera e impactan los precios domésticos si el consumo nominal está relacionado con la riqueza financiera (Kiguel y O'Connell, 1995:25).

También debe considerarse el papel que juega la corrupción en la desviación de divisas a tipo de cambio oficial hacia el mercado paralelo, dada la posibilidad de obtener importantes ganancias por medio del arbitraje. Luego, a mayor diferencial entre los tipos de cambio, mayores serán los incentivos de desviar los fondos de un mercado al otro, y estos solamente desaparecerán una vez sea unificado el mercado cambiario. Con relación al sector público es igualmente importante destacar que la existencia de un déficit fiscal tiene una estrecha relación con el alza del diferencial cambiario, pues la tentación de monetizar la deuda es directamente proporcional al tamaño del déficit y a la maduración de la deuda. La conjunción de estos factores aumenta las probabilidades de que el gobierno introduzca una política monetaria expansiva, que acabe por agravar la indisciplina fiscal e incremente la liquidez disponible para demandar divisas, lo cual se traducirá en un mayor diferencial.

En general, el rol que juegan las autoridades políticas en la definición del panorama económico de un país tiende a subestimarse, a pesar de ser un tema relevante. Cuando la banca central pierde independencia y las decisiones sobre política monetaria,

política cambiaria e incluso la política fiscal quedan supeditadas al ciclo político, la planificación económica cede a la improvisación y pierde contacto con la realidad nacional, trastocando las prioridades de lo que debe ajustarse.

El carácter traumático del proceso de unificación tiene mucho que ver con el desconocimiento de la naturaleza del diferencial cambiario. Ghei y Kiguel (1992) desarrollaron un modelo que permite solventar este obstáculo. De acuerdo con los autores, en países donde el diferencial cambiario supera el 35%, más del 70% de la variación en la brecha entre la tasa oficial y la tasa paralela es atribuible a los fundamentos macroeconómicos del país. Esta relación se hace más débil cuando el diferencial cambiario es moderado (entre 10% y 35%) y, se vuelve marginal cuando el diferencial entre las tasas es inferior al 10%. Asimismo, el modelo de Ghei y Kiguel demuestra que las decisiones de reestructuración del portafolio de activos también juegan un papel importante en la fluctuación del diferencial en el corto plazo en los países donde la brecha entre las tasas es superior al 10%. En este sentido se puede inferir que las restricciones a los flujos de divisas en la cuenta capital también juegan un papel determinante en la definición del diferencial cambiario, a diferencia de las restricciones a los pagos en la cuenta corriente.

### **Unificación cambiaria y ajustes macroeconómicos**

Si en algo coinciden los economistas respecto al régimen de tipos de cambio múltiples es que el sistema debe considerarse como una solución temporal a problemas como una crisis de la balanza de pagos. El carácter temporal de su implementación se

debe, según se ha señalado más arriba, a que el sistema pierde efectividad entre seis y nueve meses después de su implementación (Kiguel y O'Connell, 1995). Luego, una vez segmentado el mercado, las autoridades monetarias deben escoger el momento adecuado para unificar las tasas de cambio o el mercado lo hará por ellos, haciendo que el sistema se desplome una vez que el diferencial entre las tasas haga completamente inverosímil el tipo de cambio oficial.

Venezuela ya tiene experiencia en esta situación, pues en 1989 vio derrumbarse al sistema de tipos de cambio múltiples debido al colapso de la balanza de pagos. El precio de alcanzar el colapso fue sumamente alto, ya que el costo total que requirió el ajuste fue de 17,9% del PIB, y un 46,4% de dicho total correspondió a costos secundarios (Hausmann, 1995), lo cual es un eufemismo para denominar el costo de la ineficiencia.

Además, según señala Ricardo Hausmann (1995), en un sistema de cambios múltiples los agentes económicos ven limitada su capacidad para reaccionar ante un programa de ajustes, ya que no pueden recomponer su portafolio rápidamente para reemplazar sus activos nacionales por activos denominados en moneda extranjera. Cualquier intento de hacerlo acaba por incrementar el tipo de cambio del mercado paralelo, y por tanto causa la depreciación del resto de los activos nacionales. En cambio, surge la acumulación de bienes domésticos, impactando positivamente la producción de manera transitoria, y causando un efecto expansivo en la economía. Pero una vez el sistema colapsa, todos estos bienes salen al mercado, generando tal volumen de oferta que la producción nacional se deprime y la recesión se hace inevitable. En

1989, por ejemplo, la caída del nivel de inventarios contabilizó un 12,5% del PIB, aunque vale destacar que esta tendencia se revirtió apenas un año después (Hausmann, 1995).

En este sentido, resulta sorprendente que el Estado venezolano a pesar de conocer las consecuencias de lo ocurrido a finales de la década de 1980, haya permitido que la historia se repita en el último lustro, acumulando tal grado de desequilibrios macroeconómicos que el colapso del sistema de cambios múltiples es una posibilidad latente en el corto plazo. No obstante, para evitar llegar a ese extremo es necesario proceder a unificar el mercado cambiario a la brevedad posible, lo cual obliga a considerar los requisitos para implementar una unificación exitosa.

De acuerdo con Kiguel y O'Connell (1995) en economías que mantienen extensos controles de precios, barreras al comercio internacional, y poseen mercados financieros con poco volumen de operaciones, lo más apropiado es implementar una unificación gradual del mercado cambiario. Ello con la esperanza de permitir la progresiva corrección de los desajustes macroeconómicos y levantar los controles de la forma menos traumática posible. Evidentemente, las actuales condiciones económicas de Venezuela encajan a la perfección dentro de esta descripción. La alternativa sería una unificación rápida y directa, sin embargo, para ello es recomendable que la balanza de pagos se encuentre en equilibrio (Kiguel y Lizondo, 1986).

En la obra de Kiguel y O'Connell (1995:42) también se describen los ingredientes indispensables para un proceso apropiado de unificación:

Una unificación exitosa requiere de dos ingredientes. Primero, el precio debe ser aceptable para aquellos que desean comprar y vender divisas por motivos de portafolio; [ya que] este es el principal determinante de la tasa de cambio en el corto plazo. Segundo, el sistema cambiario [que se escoja] debe ser consistente con las políticas fiscales y crediticias subyacentes. En la práctica, esto significa que, si [existe] un déficit fiscal monetizado que crea presiones inflacionarias, las autoridades necesitan adoptar algún tipo de *crawling peg* para evitar que resurja el mercado paralelo.

Esta última recomendación es sumamente interesante, pues estos mismos autores habían mencionado en un trabajo previo que la adopción de un régimen cambiario en particular no era un factor crítico en el éxito del proceso de unificación cambiaria. Incluso habían descrito casos extremos como el de Argentina en 1989, país que procedió a implementar la unificación en medio de un proceso de hiperinflación y tolerando un déficit fiscal grande (Kiguel y O'Connell, 1994:27).

En el caso venezolano sería razonable considerar una unificación parcial que reduzca significativamente la cantidad de tasas de cambio disponibles, dejando una única tasa oficial y tolerando de manera transitoria al mercado paralelo de divisas. Simultáneamente debe implementarse una política monetaria y fiscal restrictiva para reducir la inflación y mejorar la condición de la balanza de pagos. Este último paso es esencial, ya que según mencionan los autores: “Los fracasos al unificar [el mercado cambiario] con frecuencia pueden ser vinculados a inconsistencias entre el nuevo régimen cambiario y el enfoque de la política fiscal y monetaria” (Kiguel y O'Connell,

1995:43). Asimismo, es indispensable que las autoridades comprendan que dichos ajustes suponen la depauperación de las condiciones generales de la economía en el corto plazo, y que no deben desistir del proceso de unificación cuando estas se manifiesten:

El éxito depende del compromiso del gobierno; debe ser lo suficientemente fuerte para soportar las consecuencias adversas a corto plazo, tales como un aumento en la inflación o un descenso de los salarios reales, las cuales pueden aparecer tras la unificación. Cuando la inflación se incrementó después de la unificación [de 1989] en Venezuela, las autoridades mantuvieron su determinación de confiar en las políticas prudentes monetaria y fiscal para controlar la situación en lugar de recurrir al mercado paralelo. En cambio, el gobierno de Zambia no tuvo la disposición de aceptar la aguda depreciación necesaria y abandono los esfuerzos de unificar el mercado (Kiguel y O'Connell, 1995:44).

Estas consecuencias podrían ser especialmente severas en el caso venezolano, dado el amplio diferencial cambiario existente entre las múltiples tasas oficiales, y la tasa del mercado paralelo, lo cual obligará a atravesar un proceso de ajuste doloroso para recuperar el equilibrio macroeconómico.

Superada la primera ronda de ajustes, y tan pronto los indicadores presenten mejorías, será necesario proceder a la unificación total. Este proceso podría ser relativamente sencillo si a partir de las primeras reformas el gobierno ha conseguido transformar el déficit fiscal en superávit, o cuando menos disminuirlo de manera significativa. Según fue referido más arriba, de existir un superávit en las cuentas públicas, la tasa paralela se contraerá por sí sola hacia la cotización de la tasa oficial hasta que solo quede un tipo de cambio -que en este caso será fijo-, pues habrá

desaparecido el elemento expansivo de la economía, esto es, el déficit monetizado (Hausmann, 1995).

Sin embargo, de persistir el fenómeno deficitario el gobierno se verá en la necesidad de escoger el régimen cambiario al cual desea migrar, para lo cual debe tener en cuenta el comportamiento de la inflación. Si los precios se muestran estables gracias al efecto de la política fiscal y monetaria entonces es posible sostener un régimen de cambio fijo. Si por el contrario, las presiones inflacionarias siguen presentes, es necesario adoptar un régimen flexible (Kiguel y O'Connell, 1995). Aunque esto no significa que deba implementarse una flotación limpia.

Ahora bien, al considerarse un esquema de flotación administrada es posible retomar la recomendación ofrecida por Kiguel y O'Connell (1995), quienes afirman que el *crawling peg* es la estrategia ideal para combatir las presiones inflacionarias que genera el déficit fiscal, a la vez que ofrece suficiente flexibilidad al régimen cambiario para impedir que reaparezca un mercado paralelo.

Por su parte, Kiguel y Lizondo (1986:35-36) ofrecen detalles adicionales sobre la tendencia que seguirán los flujos de capital una vez se defina la tasa de unificación del *crawling peg*:

Unificar el mercado cambiario sin realizar una maxidevaluación de la tasa de cambio producirá de inmediato un flujo de salida de capital. [...] La salida inicial de capital que ocurre cuando los mercados son unificados sin una maxidevaluación se debe al exceso de moneda local que existe en el portafolio del sector privado. La razón tras este exceso de moneda local es que el tipo de cambio relevante para las transacciones de capital se revalúa al momento de la unificación. [...]

Una maxidevaluación que fije el tipo de cambio inicial al mismo valor que el tipo de cambio financiero al momento de la unificación eliminaría el flujo de salida de capital. Evidentemente, una maxidevaluación ‘pequeña’ reduciría pero no eliminaría la salida de capital, mientras que una maxidevaluación grande produciría una entrada de capital.

Luego, la definición de la tasa de cambio de unificación es una decisión fundamental para garantizar que la economía inicie el nuevo ciclo con los recursos suficientes para evitar una recesión prolongada. Igualmente importante es la instrumentalización de mecanismos de soporte al nuevo régimen cambiario, que permitan que el esquema de *crawling peg* goce de la suficiente credibilidad en su implementación para evitar acciones especulativas del mercado que desencadenen una crisis del sistema. Como un aporte a este particular sirva la propuesta de introducir el uso de *swaps* cambiarios como herramienta para incentivar las transacciones de cuenta capital, profundizando el mercado de capitales venezolano, incentivando la producción y el consumo privado para acelerar el proceso de recuperación tras la introducción de ajustes traumáticos en la economía nacional, y para coadyuvar en el control de la liquidez monetaria en el país, evitando nuevos desequilibrios que hagan inviable la defensa del nuevo esquema cambiario.



### **Capítulo III - El uso de *swaps* cambiarios como herramienta de política cambiaria**

El término *swap* ha formado parte del vocabulario de los hacedores de política monetaria desde la década de 1960. Se dice que el mercado de *swaps* surgió como un mecanismo ideado por entidades de los EE.UU. y el Reino Unido para burlar las regulaciones que restringían la circulación de moneda extranjera entre ambos países (Hammond, 1987; Kiff *et al.*, 2001). Sin embargo, no fue sino hasta 1981 cuando este tipo de operaciones ganó renombre gracias a una transacción ideada por la firma norteamericana IBM y el Banco Mundial. El fabricante de computadoras necesitaba financiar sus operaciones en dólares norteamericanos, y para ello ofrecía a cambio marcos alemanes y francos suizos. La solución fue conseguir, con la intermediación de la corredora de inversiones Salomon Brothers, que el Banco Mundial realizara una emisión de obligaciones en dólares y aceptara a cambio las monedas europeas (Ramírez y Miranda, 1995; Kiff *et al.*, 2001). Desde entonces el uso de *swaps* pasó de representar un mercado de unos 3.000 millones de dólares en 1982, a cerca de 100.000 millones de dólares en 1986 (Hammond, 1987), para luego expandirse por encima de los 46 billones de dólares hacia finales del siglo XX, de acuerdo con el *Bank for International Settlements* (Kiff *et al.*, 2001).

El anglicismo *swap* puede ser traducido al español como permuta, no obstante dicha denominación ya ha sido utilizada en Venezuela para nombrar otro tipo de operaciones cambiarias. Entre 2003 y 2009, dada la existencia de un estricto régimen

de control cambiario en el país, se extendió el uso de las permutas cambiarias como estrategia para acceder a las divisas. La operación en cuestión consistía en contratar los servicios de un corredor bursátil para realizar la compra con bolívares de bonos de la deuda denominados en dólares; seguidamente estos eran canjeados en el mercado internacional por su equivalente en dólares, obteniéndose así las divisas que el cliente requería (Bellanger, 2009). Esta figura fue ilegalizada en 2010, por la misma época en que se decidió segmentar el mercado cambiario para dar cabida a la existencia de tipos de cambio múltiples.

Por esta razón, para evitar confusiones, en el presente trabajo se utilizará el término anglosajón *swap*, el cual siguiendo a Catharina Hooyman se define como:

Un swap de moneda extranjera es una transacción financiera en la cual dos contrapartes intercambian montos específicos de dos monedas diferentes al inicio del acuerdo y devuelven estos fondos en una fecha futura en base a una regla preestablecida que refleja tanto los pagos de intereses como la amortización del principal (1993:1).

Es importante aclarar que esta definición responde a la modalidad de *swap* cambiario y no debe ser confundida con otras herramientas tales como:

- **El *swap* de tasas de interés**, donde se intercambian flujos de efectivo de una tasa fija a una flotante o viceversa.
- **El *swap* de puntos base**, que es muy similar al anterior pero se intercambian dos tasas flotantes utilizando para el cálculo de la

equivalencia dos referencias distintas como la tasa Libor a tres meses versus la tasa Libor a seis meses.<sup>1</sup>

- **El *swap* de activos**, que transforma un activo de tasa fija a uno de tasa flotante a través de la combinación de un bono con un *swap* de tasa de interés.
- Entre otros mecanismos.

Incluso entre los *swaps* cambiarios existen diferentes tipos de estrategias, según sean las necesidades de las partes involucradas. Sobre este particular Hammond afirma:

El término “swap cambiario” algunas veces da lugar a confusiones dado que tiene dos significados. En el mercado cambiario el término ‘swap’ es utilizado para denotar la venta de una moneda al tipo de cambio actual y su recompra a un tipo de cambio futuro. En el mercado de capitales un swap usualmente involucra el intercambio de pagos de intereses y un principal denominado en una moneda por pagos en otra [moneda] [...] Existen dos modalidades básicas del swap cambiario: swaps cambiarios fija/fija y swaps cambiarios fija/flotante. A esta última se le conoce como swap de tasas de interés entre monedas (1987:67).

Con la ayuda de John Kiff, se puede esclarecer este mecanismo a partir de un ejemplo sencillo de *swaps* de tasas de interés entre monedas:

Al inicio del típico swap cambiario, una de las partes intercambia el principal en una moneda por un monto equivalente denominado en otra moneda. El principal se convierte a la otra moneda usando el tipo de cambio vigente entre ambas divisas. Cada contraparte realiza pagos de intereses sobre el principal recibido en las fechas acordadas durante la vida útil del swap. Estos pagos no amortizan el principal. Al final del swap se intercambian los principales utilizando como

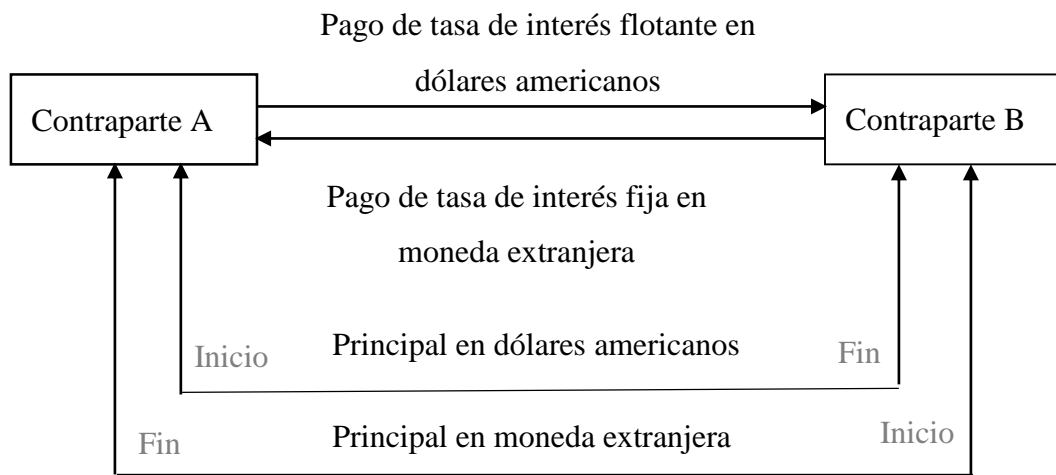
---

<sup>1</sup> Para profundizar acerca de la valuación de un *swap* véase Ramírez y Miranda, 1995.

referencia el tipo de cambio que estaba vigente cuando se firmó el contrato. El arreglo más común en swaps cambiarios consiste en intercambiar pagos de intereses a una tasa fija en una moneda por pagos a la tasa flotante Libor en dólares americanos (2001:25).

El siguiente diagrama demuestra los flujos de efectivo que intervienen en la operación antes descrita:

### Diagrama N° 1 - Estructura de un *swap* cambiario



Adaptado de Kiff *et al.*, 2001.

La figura anterior permite observar una característica fundamental de los *swaps*, a saber: “los swap permiten a un prestatario financiarse en el mercado al cual tiene mejor acceso, pero realizando los pagos de intereses y principal en la forma o moneda de su preferencia” (Hammond, 1987:68). En efecto, la idea detrás de un *swap* es permitir al contratante explotar las ventajas comparativas que posee en un mercado en particular. Siguiendo esta premisa, Catharina Hooyman (1993:3) enumera las razones que incentivan la negociación de un *swap*:

1. Para explotar diferencias en la calificación crediticia y el acceso diferencial a mercados, obteniendo por tanto financiamiento a bajo costo o bienes con alto rendimiento.
2. Para protegerse de la exposición a [fluctuaciones en las] tasas de interés y divisas.
3. Para administrar los bienes o el riesgo en el corto plazo.
4. Para especular.

John Kiff (2001) reseña una característica adicional, y es que los *swaps* permiten sortear condiciones adversas en el mercado o incluso evadir regulaciones. Ello puede ser interpretado en un tono mucho más positivo como el hecho de que los *swaps* ensanchan los mercados existentes. Este punto de vista es defendido por Hammond, que explica:

Los swaps cambiarios amplían el mercado de futuros de divisas más allá de lo que usualmente se encuentra disponible en el mercado cambiario, mientras que los swaps de tasas de interés amplían efectivamente el mercado de futuros de las tasas de interés por encima de su límite actual de 18 meses hasta el mediano plazo [...] Los swaps también pueden ser un sustituto para los mercados de deuda a largo plazo; una compañía podría reunir financiamiento en una divisa que opere con gran liquidez y canjearla a una deuda de tasa fija en una moneda menos líquida (1987:74).

Ahora bien, hasta este punto se han destacado los beneficios potenciales que reviste la contratación de un *swap* por parte de entidades privadas, sean estas jurídicas o naturales, pero nada se ha dicho sobre el rol que juega este derivado financiero como parte de las herramientas de política monetaria que utiliza la banca central. Sobre este particular, un estudio desarrollado por Juan Ramírez y Misael Miranda (1995) con

relación a la viabilidad de utilizar los *swaps* de divisas para monetizar la economía boliviana, alcanzó las siguientes conclusiones:

- Los *swaps* permiten incrementar las reservas internacionales, bien sea porque se utilizan para captar los dólares que circulan en manos del público o como instrumento para contratar préstamos en el extranjero.
- También funcionan como herramienta de política monetaria, al facilitar la inyección de liquidez en la economía sin que ello suponga un aumento en las presiones inflacionarias, dado que esta liquidez estaría respaldada por el incremento en las reservas internacionales. De hecho los autores resaltan la posibilidad de utilizar los *swaps* en conjunto con operaciones de mercado abierto para esterilizar el aumento de la liquidez.
- Transar con *swaps* en el mercado secundario de capitales incentivaría el desarrollo del mercado bursátil.
- Este derivado podría potenciar la eficiencia de la política monetaria al proporcionar un mejor control sobre la liquidez, lo cual a su vez incidiría positivamente sobre el logro de los objetivos intermedios de política monetaria.
- Otra consecuencia positiva sería la introducción de medios de arbitraje entre las tasas de interés de monedas diferentes. Bajo este supuesto los autores afirman: “Dado que los *swaps* eliminan el riesgo cambiario, ello

implica que los activos en moneda nacional no serán instrumentos inferiores a los instrumentos en moneda extranjera” (1995:17).

- Finalmente, destacan la capacidad de los *swaps* para incentivar el desarrollo de un mercado de futuros de divisas y de un mercado interbancario, otorgando liquidez al mercado de moneda extranjera, a la vez que se amplía el radio de acción de la política monetaria.

En función de estas premisas, y siguiendo las líneas de la investigación de Catharina Hooyman (1993) sobre el uso de *swaps* por parte de la banca central, es posible crear una lista de los numerosos propósitos a los cuales sirve este derivado desde el punto de vista de los hacedores de política. En este sentido, se ha demostrado empíricamente que los *swaps* permiten:

1. Manejar el riesgo y el retorno obtenido en las reservas internacionales.
2. Adquirir reservas en monedas específicas.
3. Obtener reservas en moneda extranjera en condición de escasez.
4. Extender garantías cambiarias a sectores y actividades esenciales en el aparato productivo.
5. Diversificar el conjunto de técnicas de intervención en la economía al tiempo que se evita la predictibilidad en la política institucional.

6. Posibilitar el intercambio de largos volúmenes de divisas en un único movimiento en países donde el mercado secundario a corto plazo no es lo suficientemente profundo o no existe.
7. Evitar efectos directos sobre el tipo de cambio *spot*.
8. Ejercer influencia sobre la liquidez del mercado.
9. Corregir o mantener desbalances temporales de la economía que pueden impulsar las tasas de interés en una determinada dirección.
10. Estimular la inversión extranjera a corto plazo.

Para verificar estas afirmaciones sirva un breve repaso a los usos institucionales que han recibido los *swaps* en el sistema financiero internacional, comenzando por los países desarrollados en los cuales su utilización se halla más extendida, hasta llegar a las economías en vías de desarrollo que han encontrado nuevas formas de instrumentar los *swaps* desde la banca central.

## **Países desarrollados**

### **1. Suiza**

Suiza cuenta con un largo historial de utilización de los *swaps* y entre los países desarrollados probablemente sea la nación que más ha explorado la idea de utilizar este derivado como herramienta de política monetaria. De acuerdo con Hooyman (1993), desde principios de la década de 1980 Suiza convirtió los *swaps* cambiarios en un



componente permanente de su instrumental de política cuya principal utilidad era administrar las reservas internacionales. Esta decisión es atribuida al hecho de que la disciplina fiscal de los helvéticos hacía innecesaria la emisión de deuda a corto plazo, y en sustitución de dichos títulos se emitían contratos de *swaps* que eran renovados a medida que alcanzaban su vencimiento. La investigadora asegura que cuando menos un 40% de la base monetaria suiza estaba cubierta por *swaps* a principios de los años 90, y que los contratos se transaban principalmente en dólares, con cantidades marginales negociadas en marcos alemanes. Por aquel entonces Suiza aceptaba como contrapartes a tres bancos comerciales, con los cuales establecía comunicación cada mañana para consultar la tasa de referencia que utilizarían para sus transacciones.

El modelo suizo puede haber sido inspirado por la estrategia monetaria alemana, que desde 1958 utilizó *swaps* “contractivos” para intervenir en su mercado de dinero, y también se reportan esfuerzos por atraer inversión extranjera ofreciendo contratos de permutas con tasas atractivas. Posterior a esta etapa, los *swaps* han jugado un rol fundamental en la administración de la paridad cambiaria con el dólar americano, lo cual limita su implementación a intervenciones puntuales. Adicionalmente se atribuye a Alemania el desarrollo de una modalidad que daría pie a lo que actualmente se conoce como reporto; bajo este mecanismo el Banco Central asume la obligación de recomprar de manos de la banca comercial cierta cantidad de activos extranjeros, descontando el montante de la “venta” de las reservas que los bancos han depositado en sus arcas. La particularidad es que los activos extranjeros no cambian de manos (no hay intercambio de principal) (Hooyman, 1993).

En la actualidad el Banco Nacional Suizo reconoce tres tipos de *swaps* cambiarios en su balance:

1. Los *swaps* que utiliza como herramienta de política monetaria para administrar la liquidez de francos suizos en el mercado de dinero.
2. Los que permiten proveer liquidez en divisas a las contrapartes del banco según arreglos bilaterales.
3. Los que proveen francos suizos al mercado global de dinero a partir de los acuerdos firmados con otros bancos centrales (Banco Nacional Suizo, SF).

El mismo banco se encarga de describir en su sitio web cómo es que la utilización de los *swaps* permite gestionar la liquidez de francos suizos:

El SNB [siglas en inglés] vende francos suizos a sus contrapartes por el lapso que establece la transacción, recibiendo moneda extranjera como colateral. El monto en francos suizos es acreditado a la cuenta que la contraparte mantiene en el SNB durante la vida útil del swap cambiario; la liquidez de francos suizos en el mercado cambiario se incrementa como consecuencia. Si estos *swaps* cambiarios no se renuevan al vencimiento, ello significa que se reduce la liquidez en francos suizos en el mercado de dinero. Las contrapartes del SNB son bancos comerciales que cumplen con ciertos requisitos. Los *swaps* cambiarios se acuerdan a través de subastas (ofertas de cierto volumen) o en base a arreglos bilaterales con un amplio abanico de contrapartes. Los *swaps* cambiarios fueron el instrumento más importante para el SNB en la provisión de liquidez en francos suizos al mercado de dinero hasta el año 2000, cuando fueron reemplazados por transacciones tipo repo (Banco Nacional Suizo, SF).

A pesar de que el Banco Central suizo asegura que los *swaps* ya no constituyen su instrumento principal para gestionar la liquidez, la institución mantiene acuerdos importantes con Bélgica, Polonia (Banco Nacional Suizo, 2012) y China (Banco Nacional Suizo, 2014), además de participar del programa de *swaps* auspiciado por la Reserva Federal estadounidense (Banco Nacional Suizo, SF).

## **2. Canadá**

De acuerdo con Rivadeneyra y Dissou “muy pocos bancos centrales administran sus reservas internacionales como lo hace Canadá” (2011:8). Con esta aseveración los autores hacen referencia al hecho de que el Banco de Canadá utiliza un complejo esquema de optimización bajo el cual, además de preservar el valor del dólar canadiense y garantizar la liquidez monetaria en la economía, se tiene como objetivo obtener un rendimiento neto sobre los activos en dólares norteamericanos, euros, y yenes que componen el portafolio de reservas, en conjunto con las tenencias de oro y los derechos especiales de giro que corresponden a la institución.

En el cumplimiento de este objetivo el Banco de Canadá ha descubierto que los *swaps* constituyen el mecanismo más efectivo en términos de costos a la hora de administrar sus reservas. Por esta razón los *swaps* forman parte del instrumental de la autoridad monetaria canadiense desde hace más de tres décadas.

El esquema utilizado por el gobierno canadiense implica las siguientes operaciones:

El gobierno actualmente utiliza los contratos de swaps de dos formas. Primero, bajo el programa de swaps en moneda doméstica, el gobierno convierte títulos denominados en dólares canadienses a compromisos en divisas. Segundo, al utilizar swaps cambiarios y swaps de tasas de interés, el gobierno intercambia compromisos a tasa fija en varias divisas por compromisos de tasa flotante en divisas (Kiff *et al.*, 2001:25).

Para entender mejor esta política sirvan las palabras de Rivadeneyra y Dissou:

Para financiar la EFA [siglas en inglés de Exchange Fund Account], los administradores de la reserva típicamente se financian de manera directa a través de emisiones de deuda en divisas (en la cual los bonos globales son los más comunes), el programa de títulos canadienses o deuda doméstica que subsiguientemente es canjeada a moneda extranjera a través de swaps de tasas de interés entre monedas (CCS [por sus siglas en inglés]). Financiar los activos de la EFA significa emitir un instrumento de deuda y utilizar el efectivo para comprar un activo en particular que sea equivalente al compromiso adquirido en duración y moneda. Generalmente, los CCS son menos costosos y proveen mayor flexibilidad a la hora de administrar el perfil de maduración de la deuda del portafolio de la EFA comparado con los instrumentos de deuda en divisas más directos (2011:1).

Este tipo de transacciones cumple con una serie de características preestablecidas por el Banco de Canadá. Una vez cumplidas estas condiciones el gobierno de Canadá recibe tasas muy competitivas en sus acuerdos dado que su propia calificación crediticia implica muy poco riesgo de default. Ello ha permitido a las autoridades canadienses utilizar los *swaps* cambiarios “de manera oportunista” (Kiff *et al.*, 2001), identificando el momento y la moneda que ofrece las tasas más atractivas y aprovechando la oportunidad para obtener financiamiento a bajo costo. El resultado ha sido un programa muy eficiente en términos de costos, incluso descontando las pérdidas que ha sufrido el Banco Central en ciertos arreglos (Kiff *et al.*, 2001).

Adicionalmente, Canadá también forma parte del programa de *swaps* cambiarios que la Reserva Federal de EE.UU. puso en marcha para paliar los efectos de la crisis financiera de 2008 (Banco de Canadá, 2013).

### 3. EE.UU.

La historia de la Reserva Federal y los *swaps* se remonta a la década de 1960, según la describe Hyoung-kyu Chey:

La Fed creó las líneas de swaps (también llamadas ‘arreglos recíprocos de divisas’) a principios de los 60s, como un medio para obtener moneda extranjera para intervenir en el mercado de divisas. En aquel momento el sistema monetario internacional se regía por el sistema de Bretton Woods, bajo el cual los tipos de cambios de las monedas extranjeras eran fijos y se establecían en relación con el dólar, y el dólar a su vez era convertible a oro a una tasa fija oficial de 35 dólares por onza. El déficit en la balanza de pagos de los EE.UU. se había deteriorado significativamente a principios de la década de 1960, aumentando los temores de que los Estados Unidos no lograran mantener el sistema de tipos de cambio fijos. En estas circunstancias, con el objeto de preservar el sistema la Fed lanza por primera vez las líneas de swaps, valoradas en un montante de 700 millones de dólares, con los bancos centrales de siete economías desarrolladas -Bélgica, Canadá, Francia, Holanda, Suiza, el Reino Unido y Alemania Occidental- y con el *Bank for International Settlements* (BIS). En Marzo de 1973 la Fed establece líneas de swaps adicionales por un total de 4.200 millones de dólares con los bancos centrales de otras seis economías desarrolladas -Austria, Dinamarca, Italia, Japón, Noruega y Suecia- así como con su vecino norteamericano México, a la vez que incrementa el montante total de sus líneas de swaps previas con las siete economías y el BIS hasta los 7.500 millones de dólares [...] Dichos swaps fueron arreglos permanentes, destinados a proveer liquidez a corto plazo en divisas (2012:3-4).

La estrategia cumplió con su cometido, pues la Fed consiguió defender el valor del dólar cuando menos hasta 1973, cuando el sistema de Bretton Woods colapsó. En este periodo, además, los bancos centrales que participaban del arreglo de *swaps* hicieron uso del mismo para sortear las presiones que pudieran obligarlos a devaluar su moneda (Chey, 2012). Con Bretton Woods fuera de la escena mundial y la consiguiente proliferación de los regímenes de cambio flotante, la opinión común entre

los hacedores de la política monetaria era que las intervenciones en el mercado cambiario eran medidas ineficientes, y por ende, a pesar de que los *swaps* seguían estando disponibles, estos fueron utilizados con cada vez menos frecuencia. Así:

Al final, dado que las líneas de *swaps* no fueron activadas por un largo tiempo, la Fed acabó por retirarlas en 1998 con consentimiento mutuo de los bancos que actuaban como contrapartes de los *swaps*, con la excepción de aquellos que se firmaron con Canadá y México, los cuales persistieron como parte del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (Chey, 2012).

Por supuesto la historia de los *swaps* en EE.UU. no termina allí, pues este derivado hizo su regreso de manera intempestiva tras los ataques terroristas que golpearon Nueva York el 11 de Septiembre de 2001. Por aquel entonces se temía que el pánico se apoderara del sistema económico mundial y el mercado del dólar sufriera una sequía. Con ello en mente, la Reserva Federal estableció arreglos bilaterales con el Banco Central Europeo (BCE) y el Reino Unido, además de incrementar el montante de la línea de *swaps* que mantenía con Canadá. En los treinta días de vigencia de este acuerdo, el BCE solicitó unos 23.500 millones de dólares, casi la mitad del total que podía retirar (Chey, 2012).

Y cuando las aguas parecían calmarse, surge la crisis de los créditos hipotecarios sub-óptimos en los EE.UU., que causó la caída del todopoderoso banco de inversión Lehman Brothers el 14 de Septiembre del 2008, y degeneró en una crisis financiera mundial a causa de la exposición que tenía el sistema bancario europeo a los activos tóxicos, y su dependencia del mercado de dólares como fuente de financiamiento (Goldberg, 2011).

La respuesta de Washington a esta situación no se hizo esperar:

Cuando la crisis financiera global emergió a finales de la década del 2000, la Fed reabrió las líneas temporales de swaps recíprocos para proveer liquidez en dólares a las economías extranjeras. Y en las etapas iniciales las contrapartes de las líneas de swaps fueron nuevamente limitadas a los bancos centrales de las economías desarrolladas. La Fed primero estableció líneas con el BCE y Suiza el 12 de Diciembre de 2007, y luego gradualmente expandió la cobertura a medida que la crisis se extendía por el mundo. El 18 de Septiembre de 2008, justo después del colapso de Lehman Brothers, creó líneas de swaps con Canadá, Japón y el Reino Unido, y seis días más tarde el 24 de Septiembre con Australia, Dinamarca, Noruega y Suecia. Un mes después, el 28 de Octubre, la Fed también estableció una línea de swaps con Nueva Zelanda, aumentando el total de líneas de swaps establecidas con economías desarrolladas hasta diez antes de ofrecer líneas a cuatro mercados emergentes (Chey, 2012:4).

Las cuatro economías emergentes que recibieron la cortesía de ser incluidas en la estructura de *swaps* de la Fed fueron Brasil, México, Corea del Sur y Singapur. El arreglo consistió en extender a estos cuatro países acceso a 30.000 millones de dólares cada uno, con vencimiento hacia finales de 2009. En general las economías desarrolladas gozaban de montantes mayores y un año más de extensión en el acuerdo (Goldberg, 2010).

Se ha argumentado que estas economías fueron seleccionadas para participar de los *swaps* de la Fed en vista de los problemas que enfrentaban sus reservas internacionales producto de la crisis financiera; no obstante, el total de divisas que les fue aprobado como parte del arreglo apenas si constituye una quinta parte de las reservas internacionales de Singapur, que por entonces era el miembro de este grupo

con menores recursos en dicha cuenta (Obstfeld, 2009). En cambio, Hyoung-kyu Chey (2012) afirma que la verdadera intención de la Reserva Federal respondió a:

1. El deseo de los EE.UU. de estrechar lazos con las economías emergentes, como parte de la estrategia que le permitiría tener mayor influencia sobre el sistema económico mundial. Bajo esta misma lógica se enmarca la idea de realizar la primera cumbre del G20 en 2008, como una muestra de la apertura que buscaba superar las críticas de las cuales era objeto el G8.
2. Las posibilidades de contagio de una eventual crisis en las economías emergentes que acabara por causar daños colaterales a los EE.UU.
3. La protección de los intereses de las instituciones financieras estadounidenses en mercados emergentes.
4. La preservación del estatus del dólar estadounidense como moneda de reserva global.

En todo caso, el procedimiento para acceder a financiamiento por esta vía era el mismo para todos los participantes. Las líneas de *swaps* que expiraron en 2010, fueron renovadas el siguiente año pero solo con cinco contrapartes: el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo y el Banco Nacional Suizo (Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, SF). En 2013 este programa se convirtió en una estructura permanente (Black, 2013), y



desde entonces la Fed se ha asegurado de sostener una importante campaña informativa para que el público en general pueda comprender la composición y utilidad de este entramado (Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, SF y SFb; Reserva Federal del Banco de Nueva York, SF).

#### 4. Japón

En el mercado financiero global Japón se ha convertido en una especie de puente que une a Oriente con Occidente. La tercera mayor economía del mundo se ha mostrado particularmente activa a la hora de firmar acuerdos bilaterales y multilaterales que garanticen su acceso a los mejores términos de intercambio a ambos lados del océano Pacífico. Esta afirmación queda demostrada si repasamos la amplia lista de arreglos bilaterales de *swaps* que mantiene Japón. Entre las contrapartes del país asiático se encuentran:

**Tabla 4 - Contrapartes de Japón en materia de *swaps***

Países que mantienen arreglos bilaterales con Japón	
1. Tailandia	6. Canadá
2. Singapur	7. Reino Unido
3. Indonesia	8. Unión Europea
4. Filipinas	9. Suiza
5. EE.UU	10. India
	11. Corea del Sur

Fuente: Elaboración propia.

Japón se ha asegurado de contratar múltiples garantías cambiarias en simultáneo en un intento por blindarse ante los efectos de las continuas crisis que la han afectado desde la década de 1990. Por aquel entonces la economía japonesa comenzó a sufrir problemas de liquidez y en adelante la deflación se ha convertido en un dolor de cabeza para las autoridades en Tokio.

Por esta razón Japón se transformó en el país pionero en la introducción de estrategias monetarias no ortodoxas, bajo el esquema denominado flexibilización monetaria, que no es más que un nombre elegante para lo que de hecho constituyó un programa de inyección de liquidez sin precedentes en la historia de la economía mundial. De acuerdo con Yamaoka y Syed (2010), este programa inicia entre febrero de 1999 y agosto del 2000, cuando fue decretada por Tokio una política de tasa de interés cero, con lo cual la tasa de interés a un día se fijaba en valores por debajo de los 100 puntos base. Posteriormente, entre marzo de 2001 y marzo de 2006 las autoridades implementaron una política de flexibilización cuantitativa -compra de títulos colateralizados siguiendo normas muy laxas para su escogencia- que llevó el balance contable del Banco de Japón desde ¥91 billones o 18% del PIB en 1998, hasta ¥155 billones o 30% del PIB hacia el final de la medida, cuya culminación se hallaba atada a la consecución de una tasa de inflación positiva estable.

Dicha intervención no alcanzó sus objetivos, y por ello en 2013 fue relanzada la flexibilización cuantitativa, aunque con ligeros retoques a las normas de selección de los títulos elegibles para su compra; esta vez el programa contaba con un horizonte

explícito de dos años para alcanzar una meta de inflación del 2% (English, 2013), pero a medida que se acerca el vencimiento del plazo se ha insinuado su extensión en un intento por alcanzar dicha cota.

Fue en este contexto que Japón encontró en la Reserva Federal un socio ideal cuando esta última propuso un entramado de *swaps* cambiarios que permitiera a las principales economías del mundo sobrellevar la crisis financiera del 2008 con un colchón de liquidez lo suficientemente elástico para aliviar la caída. A la fecha, Japón no solo sigue formando parte de este arreglo, sino que además se ha convertido en la principal fuente de información sobre el tema, en vista de la extensa selección de documentos que pueden encontrarse en el sitio web de la autoridad monetaria japonesa con relación a la cooperación entre el BoJ y otros bancos centrales (Banco de Japón, SF).

Pero incluso antes de que la Fed pusiera en marcha su programa de *swaps* para lidiar con la crisis financiera, en Asia ya se encontraba en funcionamiento un mecanismo similar, que surgió como respuesta al derrumbe financiero que sufrió el sudeste del continente entre 1997 y 1998. Chalongphob Sussangkarn refiere el contexto de la crisis asiática en los siguientes términos:

La crisis comenzó en Tailandia, y al principio se pensó que su impacto permanecería restringido allí. Sin embargo, el contagio a casi toda la región pronto se hizo evidente. Indonesia y Corea [del Sur] siguieron a Tailandia en la necesidad de ingresar a un programa [de ayuda] del FMI, e incluso los países que no necesitaron un paquete de rescate del FMI enfrentaron recesiones y ralentizaciones severas de sus economías. Ello tornó innegable el hecho de que las economías del sudeste asiático estaban inexorablemente

interrelacionadas unas con otras y no podían darse el lujo de ignorar lo que estaba ocurriendo en otros lugares de la región.

Básicamente, los países que solicitaron asistencia al Fondo Monetario Internacional (FMI) sufrían de insolvencia en el sentido de que no poseían suficientes divisas para atender sus obligaciones en moneda extranjera. Una característica común particularmente resaltante en los tres países que solicitaron asistencia al FMI comparados con otros países de la región, era su alta tasa de deuda a corto plazo en moneda extranjera en relación con sus reservas internacionales [...] En la región estas tres economías fueron las únicas con relación de deuda a corto plazo/reservas internacionales de más del 100% a finales de 1996. La tasa de Tailandia era del 110%, la de Indonesia del 167%, y la de Corea del 195%. Tasas tan altas son muy peligrosas, porque si la deuda a corto plazo no puede ser renegociada por cualquier motivo (por ejemplo debido a una pérdida de confianza), entonces estos países caerán en default como resultado de poseer reservas internacionales insuficientes para pagar sus compromisos (2010:2).

El error, de acuerdo con Sussangkarn (2010), estuvo en que economías como la tailandesa administraban sus reservas internacionales con cierta miopía, pues si bien es cierto que en los años previos a la crisis el total de reservas se incrementó, los decisores no tomaron en cuenta que dicho montante no solo debía cubrir las necesidades de bienes y servicios de la nación en caso de emergencia, sino que también debía ser lo suficientemente grande como para cubrir los compromisos de deuda a corto plazo. La ironía del caso está en que durante la crisis asiática, la región poseía suficientes ahorros en dólares como para socorrer a los países que incurrieron en dificultades, ofreciéndoles mejores condiciones crediticias que las que planteó la banca extranjera.

Asia aprendió de esta experiencia y reaccionó con una impresionante disposición a la acumulación de reservas internacionales. La motivación tras esta iniciativa es descrita por Aizenman:

El comportamiento aparentemente irracional de acumular reservas puede ser explicado en parte por la pérdida de confianza de la región en el FMI durante la crisis asiática. En teoría, el FMI concentra el riesgo de todos los países y luego ofrece la póliza más eficiente para el colectivo. En la práctica, la percepción generalizada en la región de que el FMI había manejado de manera equivocada la crisis asiática, en conjunto con el sentimiento de que el FMI no servía los intereses de los países asiáticos, había erosionado la confianza de la región en el FMI (2011:7).

Así, a finales de 1997 Japón presenta la propuesta de crear un Fondo Monetario Asiático (Sussangkarn, 2010), pero no fue hasta el año 2000 cuando esta idea tomó cuerpo en la figura de la Iniciativa Chiang Mai, así llamada por la ciudad tailandesa en la que se negoció el arreglo. El tratado consistió en principio en un esquema de *swaps* bilaterales entre los miembros de la Asociación de Países del Sudeste Asiático (ASEAN por sus siglas en inglés) -Brunei, Camboya, Indonesia, Laos, Myanmar, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia y Vietnam- y tres de las mayores economías de la región: China, Japón y Corea del Sur (Aizenman, 2011). El acuerdo fue diseñado pensando en la necesidad de proveer liquidez de corto plazo y suplementar a otras estructuras de financiamiento internacional en caso de una nueva crisis.

Su capital inicial fue de unos 84.000 millones de dólares. Pero no pasó mucho tiempo antes de que el arreglo creciera hasta los 120.000 millones de dólares y evolucionará hacia una estructura financiera mucho más integrada que un simple esquema de *swaps* bilaterales. Ya en 2008 se decreta la multilateralización del esquema y desde entonces el total disponible para los *swaps* se gestiona como un único fondo, con autoridades a cargo de vigilar el panorama financiero en la región, y donde Japón, China y Corea contribuyen el 80% de los recursos (Aizenman, 2011). Posteriormente el fondo incrementó sus reservas hasta los 240.000 millones de dólares (Banco Central de Filipinas, 2015). Joshua Aizenman describe las reglas operativas del acuerdo de la siguiente manera:

La unidad independiente de vigilancia regional de la ASEAN+3 está pensada para suplementar en lugar de reemplazar al FMI. Es antes

que nada un mecanismo para el monitoreo objetivo de la economía. Bajo la Iniciativa Multilateral Chiang Mai, un país puede retirar hasta un 20% de su cuota sin estar sujeto a condiciones por parte del FMI, no obstante la duración del préstamo está restringida a un máximo de 6 meses. Si un país quisiera retirar toda su cuota, un 80% del monto total desembolsado estaría sujeto a la adscripción a un programa del FMI. Una vez que la unidad regional de vigilancia se vuelva completamente operativa, el monto que un país miembro puede retirar sin estar sujeto a condiciones del FMI pueden ser incrementado. El acuerdo colectivo de la Iniciativa Multilateral Chiang Mai para administrar un fondo regional de reservas internacionales marca un hito importante en la institucionalización del regionalismo asiático (2011:8-9).

La multilateralización del acuerdo de Chiang Mai abre la puerta a una nueva era de integración regional en el continente asiático, y al mismo tiempo funge como modelo de cooperación internacional al resto del mundo, que hasta ahora contaba como referencia principal a la Unión Europea y su modelo de integración presupuestaria y monetaria. Chiang Mai, en cambio, supone una estrategia que busca complementar la autonomía presupuestaria de las naciones que forman parte del arreglo, y además está pensada para actuar como red de protección en caso de que una nueva crisis golpee la región. En este sentido Japón hace honor a su tradición de mantener estrechas relaciones tanto en el hemisferio occidental como en el oriente del globo, lo cual queda de manifiesto a partir de su interés por integrarse tanto al esquema de swaps auspiciado por la Reserva Federal Estadounidense, como a la Iniciativa Chiang Mai, en cuya creación jugó un rol fundamental.

## **Países en vías de desarrollo**

### **5. Medio Oriente**

En el trabajo de Catharina Hooyman (1993) sobre el uso de *swaps* por parte de la banca central se encuentran numerosos ejemplos sobre el rol que ha jugado este derivado financiero en las economías de algunos de los principales productores de petróleo del Medio Oriente. Entre estos están:

- **Kuwait**

El Banco Central de Kuwait (BCK) introdujo una estructura de swaps dinar kuwaití/dólar estadounidense para proveer liquidez a los bancos comerciales en Abril de 1978. La duración de los swaps no excedía los seis meses, y la tasa forward era establecida por el Banco Central (tomando como referencia el valor de mercado). Existían límites individuales para los swaps de uno a seis meses, pero no para los swaps de plazos inferiores. Las operaciones de swaps jugaron solamente un rol limitado desde la introducción de las operaciones con títulos de deuda. Están pensadas esencialmente para ajustar situaciones inesperadas como déficits en las posiciones que los bancos comerciales mantienen en el Banco Central si el primero no es capaz de utilizar el esquema de títulos de deuda del BCK o de vender moneda extranjera al BCK. Por lo tanto, el BCK aparentemente prefiere las operaciones de corto plazo con papeles del gobierno antes que los swaps de divisas como herramienta monetaria (1993:13-14).

- **Arabia Saudita**

El Banco Central de Arabia Saudita (SAMA) también provee liquidez a los bancos a través de swaps de divisas discrecionalmente. Estos implican la venta de dólares estadounidenses al SAMA al tipo de cambio vigente con un acuerdo de recompra basado en la tasa de cambio futura que determina el mercado. Los swaps de divisas están disponibles con maduraciones muy breves las cuales son definidas por el SAMA caso por caso. La estructura de swaps no es un

instrumento muy importante en términos de su tamaño relativo, pero ha sido sumamente útil en ocasiones (1993:14).

- **Omán**

El Banco Central de Omán puso en marcha su esquema de swaps en Marzo de 1980. Básicamente es un instrumento pasivo, en el sentido de que, todos los swaps de divisas (que siempre son expansivos) son iniciados por los bancos comerciales, cada uno de los cuales tiene un límite individual.

Inicialmente, los dólares estadounidenses eran canjeados a una única tasa (el rial omaní cotizaba a una tasa fija respecto al dólar estadounidense; el tipo de cambio ha permanecido muy estable). Esto es, por supuesto, relacionado con el hecho de que no existe un mercado futuro en riales omaníes, y el sistema financiero está bastante regulado. Las desventajas de esta situación se hicieron evidentes en 1986, cuando las tasas de interés domésticas superaron a las tasas internacionales. Esto le dio a los bancos la posibilidad de obtener ganancias libres de riesgo [...] En Julio, el esquema fue modificado para subsanar esta falla [...] En consecuencia el montante vigente en swaps declinó significativamente. En 1989, hubo una contracción en la liquidez en riales omaníes en la banca comercial, por lo tanto el uso de swaps se incrementó nuevamente [...] Otra desventaja en la forma en que el sistema de swaps está organizado en Omán (en vista de que no es determinado por el mercado) es que el Banco Central de Omán no puede utilizar los swaps para retirar liquidez [de la economía] porque ello causaría expectativas desestabilizantes sobre los movimientos del tipo de cambio. El sistema entonces no es muy flexible: un cambio en la estrategia sería desequilibrante (1993:14-15).

- **Turquía**

La estructura de swaps lira turca/dólares estadounidenses ha estado en operación durante más de una década. Los swaps se ejecutan como un intercambio mutuo de depósitos, por ejemplo, el banco comercial hace un depósito en divisas en el Banco Central y este “deposita” liras turcas en el banco comercial (las acredita en la cuenta de reservas del banco comercial) [...] El depósito en divisas causa que los activos en moneda extranjera del Banco Central aumenten, y crea una obligación en divisas (a futuro). El depósito en liras turcas incrementa las reservas del banco comercial, y los activos



domésticos del Banco Central. Durante la vida del swap, los activos en divisas del Banco Central son valorados al tipo de cambio histórico [promedio] pero sus obligaciones en divisas son reevaluadas según el tipo de cambio actual. Dado que la lira turca se ha estado depreciando constantemente desde 1970, el valor neto de estos cuatro ítems siempre es negativo. Esa figura neta es lo que se conoce como “swaps de divisas” en el sistema de cuentas bancarias turco. El interés que generan los depósitos en liras turcas, el cual en teoría debe compensar por las pérdidas de capital, se registra en la cuenta de pérdidas y ganancias.

Este tratamiento implica que no se acuerda ninguna tasa de cambio futura; el Banco Central confía en que la paridad de tasas de interés descubierta se sostendrá. Si la lira turca se deprecia a una tasa más alta que el diferencial de intereses, el banco sufre una pérdida; [también] podría ganar si el diferencial de intereses es mayor que la tasa de depreciación [...] El monto vigente ha decrecido notablemente desde entonces, y ha permanecido virtualmente estable desde mediados de los 90, cuando el Banco Central dejó de utilizar activamente los swaps (1993:16).

## **6. Corea del Sur**

En la República de Corea del Sur, durante el segundo semestre del 2008 se inicia un periodo turbulento como consecuencia del contagio de la crisis financiera mundial que se originó en los Estados Unidos. Contrario a lo que pudiera pensarse, Corea no poseía exposición alguna a los activos tóxicos que causaron la crisis, ni tampoco presentaba elevados niveles de deuda a corto plazo en dólares que pusieran a su economía en aprietos ante la evidente escasez de divisas que exhibía el mercado global de dinero. De hecho Corea del Sur gozaba de una de las economías más sanas no solo del continente asiático, sino también del mundo entero. En la obra de Joshua Aizenman encontramos más detalles al respecto:

En el transcurso del 2008, Corea sufrió un grado inusualmente alto de inestabilidad financiera en comparación con otros países de la región. La inestabilidad alcanzó su cúspide en octubre cuando el won coreano se tambaleó al borde del colapso y la bolsa de valores perdió un tercio de su valor. Incluso se especulaba si se estaba en presencia de una réplica de la crisis asiática que causó destrozos en la economía

coreana. Las dificultades financieras eran incomprensibles a la luz de la relativa fortaleza de los fundamentos macroeconómicos de Corea -a saber, el crecimiento del PIB, y los balances fiscales y cuenta corriente- y los fundamentos microeconómicos -el balance contable de las instituciones financieras y las corporaciones. Igualmente incomprensible era el hecho de que los fundamentos [macroeconómicos] de Corea eran cuando menos igual de robustos y ciertamente no eran visiblemente peores que los de países comparables como los países recientemente industrializados en Asia [(los tigres asiáticos)] o los miembros del grupo ASEAN+4, los cuales no vivieron tales turbulencias financieras. Más aún, Corea poseía la sexta reserva internacional más grande del mundo cuando entró en crisis, y sus niveles de reservas superaban con facilidad los test convencionales de adecuación de este indicador (2010:9).

El misterio quedó resuelto cuando se hizo evidente que en la base de los problemas financieros de Corea se encontraba la salida de ingentes volúmenes de capital extranjero de la economía. En efecto, siendo Corea una de las economías más liberales de Asia (y el mundo), prácticamente no aplicaban restricciones a la circulación del capital extranjero. Así, a medida que la crisis del 2008 comenzó a erosionar los capitales de los inversores en las economías occidentales, estos últimos decidieron consolidar sus activos para equilibrar sus balances, con lo cual acabaron por liquidar sus posiciones en países como Corea. De acuerdo con Aizenman (2010), tan solo en 2008 el valor neto de las acciones vendidas por lo extranjeros en Corea superó los 43 billones de won, de allí que dicha moneda sufriera una debacle.

En primera instancia el gobierno reaccionó a esta situación interviniendo en el mercado cambiario, donde gastó alrededor de 60.000 millones de dólares de las reservas internacionales defendiendo el valor de su moneda, lo cual no cambió la situación en lo más mínimo. Posteriormente el gobierno extendió garantías valoradas

en 100.000 millones de dólares sobre la deuda que los bancos comerciales habían contratado en el extranjero hasta el año 2009. Sin embargo, estos recursos fueron insuficientes para devolver la calma al mercado coreano, y por ello las autoridades de Seúl se vieron en la necesidad de ingresar al programa de *swaps* de la Reserva Federal, donde accedieron a una línea de 30.000 millones de dólares, mismo monto que fue negociado con Japón y China a través de acuerdos de *swaps* bilaterales (Aizenman, 2010).

## **7. Argentina**

En 2014 Argentina se encontraba en serios aprietos financieros al haber incurrido en su segundo default en apenas doce años. La nación sudamericana a pesar de haber establecidos férreos controles sobre el tipo de cambio, la circulación de capitales y las importaciones, había presenciado el desplome de sus reservas internacionales a valores cercanos a los que mostraba en 2005, cuando ya había tenido que renegociar su deuda (Lough, 2014). El elevado nivel de endeudamiento argentino hizo que el mercado global de dinero le cerrara las puertas a dicho país, con lo cual los hacedores de política apelaron a uno de sus socios comerciales tradicionales, China, en su desesperada búsqueda de financiamiento.

La respuesta de Beijing ante la solicitud argentina fue extender una línea de *swaps* valorada en 11.000 millones de dólares, si bien el montante sería entregado en yuanes. El problema con esta alternativa es que Argentina ya había gozado de arreglos similares con China desde el 2009, pero el canje de monedas nunca se había concretado

pues usualmente se exigía a los sudamericanos estar solventes a nivel internacional y mantener una relación estable con el FMI (Naishtat, 2014: La Nación, 2014). Por esta razón, aunque en esta ocasión no existía dicha cláusula en el arreglo, el expresidente del Banco Central argentino, Aldo Pignanelli, expresó sus reservas respecto al desembolso del total negociado, y en cambio insinuó que China no entregará más de 1.000 millones de dólares, lo cual es absolutamente insuficiente para cubrir los compromisos internacionales de Argentina (Naishtat, 2014).

Los 1.000 millones de dólares a los que hace referencia Pignanelli constituyen la primera porción del *swap* entre ambos países, los cuales fueron entregados por China a finales de 2014. Los fondos proporcionados por China serían utilizados para aliviar las golpeadas reservas internacionales argentinas, y para pagar las importaciones desde China (en yuanes), en vista de la escasez de divisas para importar desde otros destinos (Lough, 2014b). Este último detalle es la clave para entender la razón por la cual China decidió acudir al rescate de una nación que se había convertido en un paria en el sistema financiero global por su horrendo historial crediticio. Al respecto, Joshua Aizenman menciona:

En el contexto de las líneas de swaps motivadas por el interés de los países que las proveen, un resultado particularmente interesante de nuestro análisis empírico es la gran influencia que el comercio, en particular las exportaciones, tiene en determinar los países receptores. A saber, los grandes bancos centrales tienden a negociar acuerdos de swaps con sus contrapartes en países que constituyen importantes mercados de exportación. Aunque este patrón se sostiene para los bancos centrales grandes en general, lo que más sorprende es que ello ayuda a explicar el reciente ascenso del BPC (Banco Popular Chino) como uno de los mayores proveedores de swaps. A pesar de su espectacular crecimiento, el sistema financiero

de China todavía está subdesarrollado y muy rezagado respecto a la economía real del país. La profundidad, la amplitud, la liquidez y la sofisticación de sus mercados financieros están por debajo de la de países que se han convertido en centros financieros, lo cual explica por qué China ha invertido tanto de sus ahorros en los mercados financieros de los Estados Unidos. Además, la credibilidad del BPC no es notablemente mayor que de los bancos centrales en otros mercados emergentes aún y cuando posee las reservas internacionales más grandes del mundo. Sin embargo, la emergencia de China como una potencia comercial global le otorga al yuan algo de valor intrínseco a pesar del subdesarrollo financiero del país. En particular el yuan puede ser usado para pagar las importaciones desde China, las cuales representan un volumen grande y creciente en muchos países dado el crecimiento rápido y sostenido de las exportaciones chinas. La inclusión de países tales como Argentina y Bielorrusia, que no son conocidos por sus buenos fundamentos macroeconómicos o su buena administración, entre otros países receptores de swaps del BPC apunta al dominio sobrecogedor del rol de mercado de exportación como criterio clave. En cualquier caso, el crecimiento del volumen de swaps denominados en yuanes podría ser un factor precursor de la eventual emergencia del yuan como una nueva moneda de reserva (2010:16).

La idea del yuan como moneda de reserva ya está siendo aplicada en Latinoamérica por Bolivia y Chile (La Nación, 2014), pero incluso en estos casos prima el interés comercial, tal como lo ha planteado la nación austral, que en 2012 anunció sus planes de duplicar el volumen de intercambio comercial que mantiene con China en un lapso de tres años (Durdin, 2012). Otro ejemplo de *swap* inspirado por el intercambio comercial en la región fue el firmado por Guatemala y Costa Rica a principios de la década de 1980, el cual tuvo que ser convertido en un préstamo a largo plazo cuando la primera se mostró incapaz de cubrir sus compromisos en colones costarricenses (Hooyman, 1993).

Adicionalmente, es interesante mencionar una modalidad de swaps que se ha hecho frecuente en Latinoamérica ante la dificultad de encontrar una contraparte dispuesta a aceptar las monedas de los países de la región en un eventual canje, el *swap* de oro, estrategia que ha sido utilizada en el pasado por naciones como Uruguay y Ecuador, y que en años recientes también fue implementada por Venezuela. Catharina Hooyman describe la operación en los siguientes términos:

Los swaps de oro constituyen otra manera de obtener recursos líquidos en divisas. Estos swaps son préstamos en moneda extranjera respaldados por depósitos en oro. La operación clásica consiste en vender oro al precio actual (contra entrega dos días después de acordado el precio), y recomprar el mismo oro en una fecha futura. Tal operación hace posible obtener financiamiento temporalmente pagando una tasa de interés por debajo de la del mercado (la tasa de riesgo se reduce porque el oro sirve de colateral) (1993:22).

La operación descrita es de hecho una transacción de empeño del oro monetario, en la que el Banco Central que ofrece el oro como garantía corre el riesgo de sufrir una pérdida si su moneda doméstica se deprecia durante la vigencia del acuerdo y se ve obligada a comprar divisas a una tasa más alta de la que existía al inicio del arreglo para cubrir sus compromisos (Hooyman, 1993).

## **8. Bolivia**

Durante la primera mitad de la década de 1980 Bolivia se halló envuelta en una espiral hiperinflacionaria que derivó en la dolarización de facto de la economía, dado que la moneda estadounidense desplazó al boliviano como referencia para la fijación de precios en los bienes domésticos, así como también en el rol de reserva de valor. El

resultado fue un escenario funesto similar el entorno crítico en que está sumida la Venezuela contemporánea.

Bajo este contexto, el Banco Central Boliviano fue testigo de la desmonetización progresiva de su economía y el surgimiento de una dolarización de facto de la economía, en vista de que cada vez más operaciones se llevaban a cabo en dólares y al margen de los canales institucionales. La respuesta gubernamental fue endurecer los controles, en lugar de intentar modificar los incentivos que impulsaban la dolarización. Es por ello que a finales de 1982 se emite el Decreto Supremo N° 19249, en el cual se ilegaliza la inclusión de cláusulas de indexación al dólar en los contratos celebrados en Bolivia, y además se obliga a convertir en moneda nacional las obligaciones suscritas en dólares, quedando expresamente prohibido firmar compromisos en divisas (Ramírez y Miranda, 1995).

Como era de esperarse, el decreto derivó en una ingente fuga de capitales, con lo cual las autoridades no solo decidieron derogarlo, sino que además dieron un giro radical a su política, legalizando el uso del dólar en las operaciones reales y financieras de la economía (Ramírez y Miranda, 1995). Una vez más la reacción del público resulta extraordinariamente cercana a lo que ocurre en Venezuela, a pesar de que en esta última no solo es ilegal realizar operaciones en dólares, sino que además existen penas de cárcel para quienes difundan el valor del dólar en el mercado negro. Juan Ramírez y Misael Miranda describen lo ocurrido en los siguientes términos:

En efecto, el uso del dólar como unidad de cuenta es muy común (y en muchas ocasiones como medio de pago), sobre todo en aquellas

transacciones que implican montos significativos y las vinculadas al comercio exterior. También varias empresas de servicios fijan sus tarifas en dólares o al menos realizan ajustes periódicos en función de la variación del tipo de cambio nominal. De la misma manera, los contratos de viviendas se pactan explícitamente en dólares. Por otro lado, los activos, sean reales o financieros, están principalmente nominados en dólares o en moneda nacional indizada al tipo de cambio.

La dolarización también alcanza a las obligaciones tributarias, aunque no a las vigentes sino a las vencidas; la Ley 843 establece que las obligaciones tributarias en mora, así como los intereses y multas que devenguen, deben ser canceladas tomando en cuenta una indización al tipo de cambio vigente [...] Desde 1988, la mayoría de las transacciones del sistema bancario, se efectúan en moneda extranjera. Dado el escaso desarrollo del mercado de capitales, los activos que ofrece este sector son los únicos que constituyen el ahorro financiero nacional; consecuentemente, los agentes económicos que buscan ante todo minimizar el riesgo de pérdidas de capital prefieren tener activos nominados en dólares. Del mismo modo, el sistema financiero para evitar “descalces” entre sus activos y pasivos, y por tanto pérdidas, efectúa colocaciones mayormente en moneda extranjera (1995:2-3).

Para solventar este entuerto Ramírez y Miranda (1995) propusieron hacer uso de los *swaps* como herramienta para remonetizar la economía en bolivianos. La idea consistía en ofrecer a las entidades bancarias un derivado libre de riesgo cambiario que tenga como contraparte al Banco Central; el contrato además sería muy atractivo pues permitiría realizar arbitraje entre la tasa de interés nacional y la extranjera. Se preveía que una vez los bancos comenzaran a recibir bolivianos a cambio de sus dólares a través de los *swaps*, ofrecerían productos financieros en moneda nacional a su clientela, en lugar de seguir emitiendo títulos en divisas. Luego, los actores económicos utilizarían estos fondos para realizar sus transacciones en moneda local, siempre y cuando se atacaran las condiciones que hacían del dólar una reserva de valor más atractiva que la



moneda doméstica. Asimismo, la remonetización de la economía en bolivianos no era el único efecto esperado de esta estrategia:

En la medida que se profundice las operaciones swaps, el Banco Central podría tener una afluencia de divisas, lo que permitiría un incremento de las Reservas Internacionales Netas. La teoría económica dice que todo incremento de reservas, y ante la monetización de la economía, trae aparejada la apreciación de la moneda nacional, lo que ocasionaría probablemente el desestímulo a las exportaciones. No obstante este argumento es necesario analizarlo con más cuidado en una economía “bimonetarista” como la boliviana.

Se espera que el impacto de los swaps sobre la oferta monetaria global (moneda nacional más moneda extranjera) sea nulo; debido a que su utilización servirá para cambiar el perfil de monedas en las transacciones reales y financieras de la economía, en vez de controlar la liquidez o alterar el nivel de reservas internacionales netas (Ramírez y Miranda, 1995:15).

La propuesta sin embargo, no llegó a ser evaluada empíricamente, dado que Bolivia escogió seguir una senda mucho más ortodoxa en su accionar. La crisis económica, que había degenerado en la hiperinflación, dio pie a una convocatoria anticipada de elecciones presidenciales, toda vez que el gobierno de Hernán Siles Zuazo (1982-1985) y sus aliados políticos, que conformaban una coalición de partidos de izquierda, “habían perdido representatividad por su incompetencia en la gestión pública o por su oposición intransigente a los ensayos de estabilización. Existía claramente una demanda social por estabilidad económica y política, que la izquierda no podía satisfacer” (Morales, SF:30). De hecho, se afirma que tras la salida de Siles Zuazo del poder: “Durante mucho tiempo, los partidos de izquierda no pudieron sacudirse de la imagen de incompetencia en el manejo de la economía” (Morales, SF:5). El nuevo gobierno, encabezado por Víctor Paz Estenssoro (1985-1989), tomó nota de los reclamos populares y rápidamente puso su firma al Decreto Supremo N° 21060, en el cual se pueden leer los términos del plan de liberalización económica que rescató a Bolivia del desastre (Decreto Supremo N° 21060, 1985).

## 9. Brasil

En 1994 la economía brasilera atravesaba una crisis cuya principal característica era la hiperinflación. Se estima que para junio de dicho año, la inflación había rozado los 5.000 puntos porcentuales interanuales, promediando un 2.076% (Alemán, 2011). Las causas de aquella crisis son las mismas que se han hecho recurrentes en la historia económica reciente de Brasil, su dependencia de los precios internacionales de las materias primas para sostener su crecimiento, la importancia del capital extranjero para financiar no solo la productividad sino el consumo interno del país amazónico y la exacerbada influencia del gasto público en la economía brasilera (Alemán, 2011). Para detener la hiperinflación se introdujo el Plan Real, ideado por Fernando Henrique Cardoso, que por entonces actuaba como Ministro de Finanzas y con su habilidad para reencauzar la economía se ganó el apoyo popular que lo llevó a ocupar la silla presidencial. El Plan Real impuso el uso de un *crawling peg* para controlar las fluctuaciones del tipo de cambio mientras surtían efecto otras reformas macroeconómicas, que incluyeron una política monetaria restrictiva y un cambio de moneda, pasando del uso del cruzeiro al real, iniciativa que dio nombre al programa en cuestión. Y aunque la estrategia dio resultado en materia inflacionaria, según se desprende del hecho de que el índice de precios acumulara una subida de apenas 3,2% en 1998, surgieron problemas adicionales producto del ajuste.

Este panorama obligó a Brasil a trascender el uso del *crawling peg* para dar paso a un sistema de flotación administrada del tipo de cambio, pues de esta manera el Banco Central esperaba reducir la necesidad de defender la tasa de cambio para poder

ocuparse de lleno en resolver un agravante en su propensión a las crisis. Eugenio Alemán presenta una descripción acertada de la situación:

Además de la intrincada interacción entre los flujos de capital y la apreciación del tipo de cambio está el hecho de que Brasil continua siendo proclive a una inflación progresiva tan pronto como el país empieza a crecer más de 3 o 4 por ciento al año dado que los constreñimientos sobre la oferta empujan los precios al alza. Para ralentizar el crecimiento económico y controlar la inflación el Banco Central tiene que ajustar su política monetaria incrementando las tasas de interés y en el entorno global actual de bajas tasas de interés, ello tiene el efecto de atraer aún más capital a la economía brasilera, especialmente flujos de capital de corto plazo o lo que se denominan influjos de capital por motivos de portafolio. Por eso, el gobierno ha estado tomando medidas para intentar minimizar estos influjos de capital de portafolio a lo largo de los últimos años a medida que el Banco Central continúa incrementando las tasas de interés para bajar la inflación y las expectativas inflacionarias (2011:5).

Desafortunadamente para Brasil, a pesar de sus esfuerzos por retomar el control de la economía, los primeros años del siglo XXI llegaron cargados de contratiempos, entre los que destacan los atentados del 11 de Septiembre de 2001, que derivaron en el pánico que se tradujo en una sequía temporal del mercado mundial de dinero y, el contagio de la crisis de la deuda Argentina, en vista del importante nexo comercial que comparten ambos países (Bevilaqua y Azevedo, 2005). Esto inspiró a los hacedores de políticas a estudiar alternativas un poco menos ortodoxas. Según señalan Stone, Walker y Yasui (2009:5): “El sofisticado mercado de derivados de Brasil evolucionó en respuesta a la alta inflación doméstica, la variabilidad de la tasa de interés, y la dependencia del financiamiento en dólares”. En efecto, tan temprano como en 2002 Brasil dispuso el uso de *swaps* cambiarios como herramienta para atender la demanda de divisas en su economía:

En 2002, antes de una nueva ola de grandes devaluaciones, el Banco Central reintrodujo el uso de derivados en divisas, los cuales no habían sido utilizados desde el periodo pre-flotación, y estos comenzaron a reemplazar las notas del tesoro indexadas al dólar estadounidense (NTN-D) con swaps cambiarios. En este punto, el Banco Central ya había interrumpido la emisión de NBC-E (notas indexadas al dólar estadounidenses emitidas por el Banco Central), siguiendo los lineamientos de la Ley de Responsabilidad Fiscal aprobada en Mayo del 2000 -la ley prohíbe al Banco Central emitir títulos de cualquier tipo. Los nuevos contratos de swaps de divisas fueron percibidos como instrumentos que tenían menor riesgo crediticio que los NTN-D, ya que eran negociados y liquidados en el BM&F (el mercado local de futuros de divisas) y ofrecían ajustes diarios de los márgenes (Bevilaqua y Azevedo, 2005:124).

Para comprender mejor cómo los *swaps* pueden fungir a la vez como red de seguridad a los exportadores, y fuente de arbitraje a los especuladores es necesario entender la estructura que tienen dichos contratos en el mercado brasileño:

Los contratos de swaps están registrados en el mercado bursátil BM&F Bovespa como “*SCC – Contrato de Swap Cambial com Ajuste Periódico*”. Las subastas siempre son anunciadas a través del sistema de comunicaciones del Banco Central, estableciendo la hora exacta de la subasta –típicamente unos minutos después del anuncio-, la cantidad máxima de contratos que el Banco Central está ofreciendo comprar o vender, y los vencimientos que están en oferta. Una vez que las pujas son colocadas, el Banco Central tiene a su discreción aceptar cualquier volumen de contratos hasta el máximo en oferta. Si el Banco Central está ofreciendo comprar estos contratos de derivados la institución financiera recibe el equivalente de la variación de la tasa de cambio durante la vida del contrato más la tasa de interés local en dólares estadounidenses, *todo pagado en reales brasileños*. Al mismo tiempo, el Banco Central recibe la tasa de interés interbancaria acumulada.

[...] La convención en el mercado local ha sido etiquetar como *swaps tradicionales* a las subastas en las cuales el Banco Central está comprando contratos para limitar la depreciación del Real Brasileiro y como *swaps inversos* cuando el Banco Central está vendiendo contratos para limitar la apreciación de la moneda. Aun cuando no hay un intercambio de moneda extranjera involucrado y el Banco

Central no altera el suministro de divisas, los participantes en el mercado típicamente consideran los *swaps tradicionales* como el equivalente financiero de una venta de dólares estadounidenses en el mercado de futuros por parte del BCB (Kohlscheen y Andrade, 2013:10-11).

Así, cuando el Banco Central compra contratos de *swaps* los vendedores reciben a cambio una protección contra las fluctuaciones en el tipo de cambio además de una prima de riesgo que equivale a invertir en un instrumento valorado en dólares en el mercado internacional. Esta última característica es aprovechada por los arbitrajistas, quienes contratan préstamos en dólares a corto plazo y los invierten en Brasil en el llamado *cupom cambial*. De acuerdo con Márcio Garcia:

El *cupom cambial* es la tasa doméstica en dólares determinada por el tipo de interés y los futuros de divisas, equivale a la tasa de interés doméstica en reales menos el costo de la protección contra la depreciación, la prima de los futuros, por tanto es una estrategia de inversión que ofrece rendimientos en dólares estadounidenses en Brasil, pagaderos en reales (2013).

La principal ventaja de esta modalidad es que permite al Banco Central intervenir en el mercado cambiario a través del mercado de futuros, con lo cual la operación indirecta no afecta la tasa de cambio vigente en el momento de la operación. Además, ya que la liquidación de los contratos de *swaps* se realiza exclusivamente en reales, las reservas internacionales del país no se ven afectadas por la actuación de la autoridad monetaria, no obstante ello no impide que la operación cumpla con su cometido de influenciar el mercado cambiario (Kohlscheen y Andrade, 2013).

Sin embargo, desde el Banco Central de Brasil han querido resaltar que el verdadero objetivo tras su programa de *swaps* se encuentra en sus orígenes como

herramienta para controlar la inflación. Según ha expresado Alexandre Tombini, presidente de la institución monetaria, los *swaps* nunca contaron entre sus propósitos “luchar” contra el tipo de cambio dólar-real, lo cual sería un contrasentido en medio de un régimen de cambio flotante, en cambio menciona que la finalidad de los *swaps* es mitigar la inflación que resulta de la apreciación del dólar (Lima y Malinowski, 2014). La idea hace referencia al hecho de que los bienes importados constituyen una parte importante de la canasta básica de los brasileros, y por ello el encarecimiento de las importaciones tiende a transformarse en aumentos en los precios internos. De la mano con la utilización de *swaps* para detener la depreciación del real, el Banco Central también ha ajustado con frecuencia la tasa de interés de referencia, como parte de sus esfuerzos para controlar la inflación (BNP Paribas, 2013).

Hacia finales del 2014, con una inflación del 6,56% -unos dos puntos porcentuales por encima de su meta de política- el Banco Central de Brasil anunció que el programa de *swaps*, el cual había escalado desde su relanzamiento en 2013 por encima de los 100.000 millones de dólares en contratos (un 30% de las reservas internacionales del país), había cumplido por completo con sus objetivos, “suavizando las fluctuaciones de la tasa de cambio y proporcionando protección a los agentes económicos” (Lima y Malinowski, 2014). En marzo de 2015 el programa se dio por terminado, si bien se dejó abierta la posibilidad a una reactivación del mismo en función del contexto macroeconómico del país. Los críticos del esquema de *swaps* señalaron por aquel entonces que acabar con el programa era la decisión más adecuada a la luz del costo que representaba y su virtual inoperancia frente a riesgos externos

que estaban causando volatilidad en el valor del real (Jelmayer y Lewis, 2015). El programa fue despedido con una frase que parece subestimar los logros de su implementación durante más de una década y las razones por las cuales fue incorporado al instrumental del Banco Central, la misma fue expresada por un corredor de divisas de Sao Paulo: “Esta decisión es positiva porque la cosa más importante para los negocios es la estabilidad del tipo de cambio, en lugar del tipo en sí mismo” (Jelmayer y Lewis, 2015).

## **Adaptando el uso de swaps cambiarios al contexto económico venezolano**

### **a. El desequilibrado panorama macroeconómico venezolano**

La economía venezolana atraviesa en la actualidad una situación crítica que rápidamente podría degenerar en una emergencia humanitaria. En los últimos 17 años, periodo en el cual la administración pública ha estado bajo el control de la llamada “revolución bolivariana”, cuando menos 7 ciclos fiscales han dejado como saldo una contracción en el Producto Interno Bruto; estos son los años 1999 (-6%), 2002 (-8,9%), 2003 (-7,8%), 2009 (-3,2%), 2010 (-1,5%), 2014 (-3,9%) y 2015 (-5,7%) (BCV, 2015c). Ello significa que desde 2014 Venezuela se encuentra en una recesión económica. Este fenómeno se torna aún más llamativo si se considera que dicho año el presupuesto nacional fue elaborado estimando un precio de exportación de 60 dólares por barril de crudo (VTV, 2013), sin embargo la cotización de la cesta petrolera venezolana se mantuvo por encima de los 90 dólares durante los primeros nueve meses del año, e incluso a pesar de caer significativamente en el tercer trimestre, su precio promedio fue de 67,71 dólares en dicho lapso (BCV, 2015b). Así las cosas, lo que debió

ser un superávit presupuestario en 2014, acabó convertido en un déficit financiero del 15,2% del PIB, y posteriormente este porcentaje se duplicó en el 2015.

Bajo este panorama el gobierno central cedió a la tentación de monetizar el déficit fiscal, condición que se hace evidente en el hecho de que la liquidez monetaria creció en promedio 62,82% anual entre 2011 y 2015, lo cual a su vez se tradujo en una inflación galopante. De acuerdo con el Banco Central de Venezuela durante el primer trimestre del 2014 la variación anualizada del Índice de Precios al consumidor fue del 59,3%, y en adelante este indicador seguiría un ritmo ascendente hasta cerrar el último cuarto del 2015 en 180,9%. Por su parte fuentes no oficiales hablan de una inflación anualizada del 270,7% en 2015 (El Nacional, 2016), y organismos como el Fondo Monetario Internacional proyectan que la variación de los precios se disparará hasta 720% en 2016 (CNN Español, 2016).

En un esfuerzo por detener la inflación el gobierno congeló -hace trece años, desde el 5 de febrero de 2003- los precios de los principales productos de la cesta básica e hizo del control de precios una bandera de su administración, que en adelante trasciende la canasta normativa para cubrir buena parte de los bienes de consumo en el mercado interno. La reacción del mercado era previsible, se redujo la producción de los rubros cuyo precio era controlado por el Estado, ya que en la mayoría de los casos el precio máximo de venta fijado por las autoridades no cubre los costos de mano de obra, manufactura, almacenamiento, distribución y demás procesos requeridos para la comercialización de un producto acabado. Cifras recientes dan cuenta de la contracción de la industria manufacturera privada en numerosos rubros durante el 2015:



**Tabla 5 - Contracción de la industria manufacturera privada por rubros (2015)**

<b>Rubros cuya manufactura en el sector privado se contrajo en 2015</b>	
• Cuero y calzado -32,2%	• Metales comunes -15,3%
• Maquinarias y equipos -29,9%	• Productos de papel -13,2%
• Prendas de vestir -26,9%	• Cauchos y productos de plástico -13,1%
• Maquinarias y aparatos eléctricos -12,6%	• Edición e impresión -10,5%
• Sustancias y productos químicos -10,9%	• Alimentos, bebidas y tabaco -4,6%
	• Productos de metal -0,3%

**Fuente: Adaptado de BCV (2015c:7).**

Y no solo el sector privado redujo su producción, también la industria pública vio declinar su actividad en 9,3% en el segmento de metales comunes, 5,3% en alimentos y bebidas y 3,1% en productos no metálicos (BCV, 2015c). El fenómeno recesivo causó una merma del 8,4% en la productividad del sector privado, que no alcanzó a ser compensado por el crecimiento del 1,1% en el sector público no petrolero, que debe el resultado positivo a actividades vinculadas a la producción de bienes no transables, a saber, las comunicaciones (+2,7%) y la prestación de servicios (+1%) (BCV, 2015c). Si a esto se suma una caída del 18,7% en el volumen de importaciones del país, el resultado es un retroceso de la oferta agregada nacional del 9,2% tan solo en el 2015 (BCV, 2015c). En consecuencia la escasez de productos se ha convertido en un problema significativo en la economía.

En 2011, año en que fue aprobada la ley de Costos y Precios Justos con la cual el gobierno arreciaba su política de control sobre el precio de venta de los bienes de consumo, la firma de investigación de mercado Datanálisis reportaba que la escasez de alimentos había pasado de 8% a principios del periodo, a 22% a finales de noviembre. Ese mismo año la escasez era de 17,5% en los supermercados privados, al tiempo que promediaba 57,45% en la red de automercados del Estado (Últimas Noticias, 2011). Para mediados de 2015 la situación había degenerado hasta el punto de que la capital del país, Caracas, contaba una escasez de alimentos del 60,7%, y la situación era peor en las ciudades del interior de Venezuela. En los comercios privados, incluyendo a los pequeños abastos y bodegas, la escasez promediaba 61,13% en mayo de 2014, mientras que la red pública exhibía un índice promedio del 58,5% (Salmerón, 2015), a pesar de haber sumado nuevos puntos de distribución.

Curiosamente las mismas mediciones demuestran que en el mercado negro la escasez de alimentos era mucho menor, al reflejar un índice del 38,7% (Salmerón, 2015). Ello prueba la existencia de arbitraje, implementado a través de la transferencia de mercancía adquirida a precios regulados en el mercado oficial hacia el mercado negro, donde se comercializa a precios mucho más altos para obtener una ganancia libre de riesgo. En el discurso oficial este fenómeno ha sido denominado como “bachaqueo” y terminó siendo estigmatizado como uno de los síntomas de una supuesta estrategia de la empresa privada contra las regulaciones gubernamentales. En cambio, el arbitraje de alimentos es una señal inequívoca de las dificultades para adquirir los productos en los canales regulares, habida cuenta de las ineficiencias del sistema de

controles gubernamentales, y de los incentivos negativos a la producción y comercialización en el mercado interno. Las mismas razones también explican la existencia de contrabando de mercancías a través de la frontera, ya que en los países vecinos los mismos bienes se venden a precios superiores.

En un contexto de escasez generalizada de los bienes de consumo, la inflación recibe un nuevo impulso cada vez que aumenta la carestía, esto a su vez incrementa la brecha entre el precio regulado de las mercancías y el umbral de rentabilidad de las mismas en un entorno con rigidez de los salarios e inamovilidad laboral, reforzando los condicionantes que causan la desaparición de los productos de los anaqueles, y así el círculo vicioso vuelve a comenzar.

Evidentemente la gravedad del asunto reclama una explicación de este fenómeno de parte de las autoridades. Bajo esta lógica se enmarca el siguiente planteamiento expresado en un comunicado del BCV:

Además de los factores asociados a la caída de los precios petroleros, Venezuela sufre una Guerra Económica de nueva generación, promovida por páginas web que fijan la relación bolívar-dólar sin ningún criterio ni sustento económico que se corresponda con la dinámica económica del país. A través de sus redes sociales, estas páginas muestran una evidente voluntad política por desestabilizar la economía, con injerencia externa en la actividad política nacional. Así se pretende imponer una dinámica que destruye los precios y establece reglas salvajes propias de un capitalismo especulativo.

Esta situación ha arrastrado como consecuencia un desequilibrio en la comercialización de bienes y servicios, y ha dado lugar a fenómenos como el “bachaqueo” y el contrabando de extracción de los principales productos demandados por el pueblo, lo que genera distorsiones en la oferta nacional.

Los factores mencionados han impactado de forma desfavorable el desempeño de las variables macroeconómicas, entre ellas la inflación, el crecimiento y la balanza de pagos (BCV, 2015b:2).

Sin embargo, esta interpretación de la realidad económica evita intencionadamente entrar en el fondo del asunto. Un análisis más apropiado de la crisis pasa por reconocer el principal desequilibrio en la economía, a saber, la existencia de un régimen con tipos de cambios múltiples.

La segmentación del mercado cambiario fue introducida en el año 2010, cuando indicadores como el déficit fiscal, el saldo de cuenta corriente, el volumen de reservas internacionales y la inflación comenzaban a dar señales de que algo no andaba bien en la economía. Con la instauración de un régimen de cambios diferenciales se trató de ignorar la necesidad de introducir correctivos, en vista de que el entuerto fiscal y la improvisación en materia económica podían ser disimulados hasta tanto el precio de exportación del petróleo siguiera fijando máximos históricos. En efecto, el objetivo principal de la política cambiaria de principios del siglo XXI no se diferencia en lo más mínimo de la meta que perseguía la estrategia cambiaria de 1941; una vez más se busca financiar el funcionamiento de la economía no petrolera con los recursos extraordinarios que resultan de la venta del crudo.

A medida que la estrategia fue dejando al descubierto sus flaquezas, y desnudando las debilidades del modelo económico, el poder ejecutivo decide radicalizar sus acciones, incrementando los controles sobre la actividad económica y segmentando aún más el mercado cambiario, creando nuevas tasas de cambio, si bien

todas ellas con valores fijos, que al poco tiempo de instrumentadas pierden la capacidad de fungir como referencias para operación alguna en la economía.

Se hace patente entonces que para recuperar la efectividad en las acciones de política económica y solucionar la crisis, el objetivo del gobierno debe ser recuperar la credibilidad en sus acciones, es decir, arrebatarse al mercado paralelo la capacidad de influenciar las expectativas de los agentes económicos, y por ende a la economía en sí misma.

Inexorablemente ello requiere de la racionalización del esquema cambiario en vigencia, particularmente a la luz de la incapacidad de la estrategia de tipos de cambio múltiples para cumplir los objetivos que inspiraron su implementación. En primer lugar, resulta evidente que el régimen de cambios diferenciales, a pesar de extender un subsidio indirecto sobre la economía no petrolera, financiado con los ingresos extraordinarios de la explotación de los hidrocarburos, no suponía en modo alguno una mejoría en la competitividad de los sectores beneficiados con la medida - fundamentalmente las industrias de alimentos y fármacos- ya que al mantener congelado durante tantos años el tipo de cambio aplicable a los mismos, fue inevitable que estos quedaran rezagados frente a sus pares de otras latitudes. Ello pone de manifiesto una hipótesis de Teoría Económica que el gobierno pretendió ignorar: la paridad del poder adquisitivo no puede ser decretada.

El rezago de los diferentes tipos de cambio nominales fijados por el gobierno causó, además, que la economía formal comenzara a demandar cada vez más divisas a

precios regulados para cubrir importaciones y necesidades simuladas, y posteriormente vender los excedentes de moneda extranjera en el mercado paralelo para obtener una ganancia. Esto explica la caída que han sufrido las reservas internacionales, que además de estar sujetas a una política de “reservas excedentarias”, lo cual fija un techo al máximo valor que puede acumular dicha cuenta, también debían defender el control de cambio, dilapidando buena parte de las reservas líquidas en su esfuerzo por satisfacer la demanda de divisas. Simultáneamente se tiene que el país recibía cada vez menos ingresos en dólares, dado que la economía formal reportaba una porción cada vez menor de sus exportaciones para evitar vender sus divisas al Estado a la tasa oficial, prefiriendo una vez más obtener mayor rentabilidad en bolívares al comerciar con moneda extranjera en el mercado paralelo.

Como era de esperarse, esta migración de los agentes económicos al mercado negro refuerza la utilización del tipo de cambio paralelo como referencia para los precios de los bienes y servicios de la economía formal, sin importar cuantas medidas despliegue el ejecutivo para ilegalizar este fenómeno. Esto a su vez trae como consecuencia una presión inflacionaria cada vez mayor, no solo porque los precios terminan siendo indexados a la volátil tasa de cambio del mercado negro, sino también por la existencia de un déficit fiscal monetizado, condición que Venezuela ya había vivido durante la década de 1980, y de la cual desafortunadamente parece no haber sacado lección alguna. Estudios como el de Kiguel y O’Connel de mediados de la década de 1990 ya habían identificado esta relación, e incluso refieren la experiencia venezolana como ejemplo:

Los regímenes paralelos [o de tasas diferenciales] no son capaces de anclar las tasas de cambio nominales frente a las presiones inflacionarias causadas por las políticas fiscales y monetarias laxas. En los países que fallan en controlar el crecimiento monetario, la tasa paralela se deprecia y la inflación doméstica continua a pesar de la presencia de un tipo de cambio oficial fijo. La sobrevaluación resultante incrementa las presiones sobre la balanza de pagos, y las filtraciones y distorsiones asociadas con controles cada vez más rígidos eventualmente acaban forzando una devaluación. En Venezuela por ejemplo, la inflación no aumentó significativamente durante las fases tempranas del sistema dual, pero eventualmente subió desde un 10% en 1982 a alrededor de un 30% en 1988 en la ausencia de políticas para controlar los desbalances externos.

[...] En la práctica entonces, el grado de aislamiento tanto de las reservas [internacionales] y de los precios propuesto por el arreglo clásico de tipos de cambios duales no prevalece en los países en desarrollo. El aislamiento que provee es parcial en el mejor de los casos y se hace menos efectivo con el tiempo, declinando a medida que el diferencial promedio [entre las tasas] aumenta (1995:34).

#### **b. Unificar el mercado cambiario**

Lógicamente, una vez que el esquema de cambios diferenciales pierde toda capacidad de influenciar la economía y las tasas de cambio oficiales se tornan completamente irrelevantes en un entorno macroeconómico cada vez más desequilibrado, no queda sino pensar en unificar los tipos de cambio para dar cabida a un programa de ajustes que pueda reencauzar la economía. Sin embargo las autoridades, para quienes el ciclo político-electoral es tradicionalmente un factor importantísimo, tienden a mostrarse temerosos ante el prospecto de una devaluación de grandes magnitudes, la eliminación de los controles y el fin de la segmentación del mercado cambiario, ya que suponen que ello se traducirá en una mayor inflación, al tiempo que el aumento del tipo de cambio tendrá que enfrentar el rechazo de los agentes económicos que reciben dólares a tasas preferenciales. Al respecto, una vez más Kiguel

y O'Connell han demostrado, a partir de la evaluación de la experiencia de Ghana en la década de 1980, que la reticencia de los decisores políticos está en buena medida sobredimensionada:

Esta falta de influencia [de las tasas de cambio oficiales] tuvo dos implicaciones sorprendentes. Primero, las maxi-devaluaciones asociadas con dichas reformas tuvieron un mínimo efecto de transmisión de costos a través de los precios sobre la inflación doméstica y en cambio simplemente redujo las rentas que obtenían quienes recibían divisas al cambio oficial. Segundo, dado que los efectos acumulados de la sobrevaluación y el alto diferencial entre las tasas habían reducido la exportaciones formales casi hasta cero, el total de divisas disponibles a la tasa oficial se redujo dramáticamente. Por tanto la resistencia política a la devaluación - tanto del sector asalariado formal como de los receptores de divisas al cambio oficial- era ciertamente mucho más débil que cuando el control cambiario se introdujo (1995:33-34).

En su trabajo estos autores destacan que la misma crisis que obliga a desmontar el sistema de cambios diferenciales se convierte en una oportunidad para introducir los ajustes macroeconómicos que habían sido aplazados en atención al costo político que significaban (Kiguel y O'Connell, 1995). Partiendo entonces del supuesto que el régimen de cambios múltiples es insostenible y que los agentes económicos están prestos a aceptar que se desmonte el sistema, la primera acción del gobierno debe ser el diseño de un plan de acción para unificar las tasas.

Recientemente el gobierno ha dado un pequeño paso en esta dirección, al aumentar el tipo de cambio de 6,3 bolívares por dólar hasta los 10 bolívares, esta es la tasa CENCOEX, que está reservada a los bienes cuyo consumo es inaplazable, como medicamentos y alimentos. Adicionalmente fue eliminada la tasa SICAD que rondaba



los 13 bolívares por dólar y la cual atendía las solicitudes de los clientes naturales, como las personas que viajan al extranjero por turismo, negocios, estudios, quienes envían remesas, y pensionados radicados fuera de Venezuela, entre otros. En adelante se especula que este segmento del mercado será atendido por la tasa SIMADI, que oscila en torno a los 200 bolívares por dólar, y que hasta ahora estaba reservada para quienes realizan importaciones de bienes que no se consideran esenciales según la definición oficial (Pardo, 2016). De acuerdo con lo anunciado por el presidente de la República, Nicolás Maduro, el SIMADI operará en adelante como un sistema flotante, pero en el mercado existe mucho escepticismo respecto a esta afirmación, porque esta aseveración ya fue hecha cuando se creó este mecanismo en 2015 y la misma fue incumplida.

En cambio, si el ejecutivo aspira a conseguir un reacomodo de la economía, necesita antes que nada renunciar al subsidio a las importaciones en que se han convertido los diversos tipos de cambio oficiales, en especial la tasa preferencial CENCOEX. Más aún, al quedar demostrado que la persistencia del esquema no protege al mercado interno de la inflación y ha degenerado en una escasez generalizada de los bienes de consumo. Ronald Balza presenta en su investigación las principales hipótesis explicativas sobre el alza de la inflación en Venezuela bajo el actual régimen cambiario:

Para quienes sostienen que la inflación principalmente es una consecuencia del crecimiento monetario, el uso de bolívares generados a partir del ingreso petrolero para cubrir gasto interno explicaría la inflación. Para quienes atribuyen la inflación al empuje de la demanda agregada sobre la oferta agregada, el creciente gasto

interno sería la explicación. Para quienes afirman que la pérdida de un ancla nominal para precios y costos, o el temor de su pérdida, causan la inflación, la explicación reside en la persistencia del déficit fiscal, el creciente endeudamiento público, la crisis política y los cambios radicales en la política cambiaria (2006:24).

Según se desprende de dichas hipótesis, el elemento común en las distintas versiones sobre el origen de la inflación es el gasto gubernamental, con especial atención a la fuente de financiamiento del mismo. A medida que el nivel de gasto del gobierno se incrementa, bien sea porque ha aumentado el ingreso disponible producto de las exportaciones petroleras del Estado, o porque las autoridades han contratado nuevas obligaciones crediticias, el flujo líquido que ingresa a la economía venezolana causa un reacomodo en la contabilidad del BCV, fundamentalmente en las variables base monetaria y reservas internacionales, que constituyen respectivamente un pasivo y un activo contable para la autoridad monetaria (Balza, 2006), y por ende deben mantenerse en equilibrio para evitar desajustes en la economía real. No obstante, en 2005 el gobierno venezolano decide reformar la ley que rige el funcionamiento del Banco Central de Venezuela, modificando la cláusula que obliga a la estatal petrolera PDVSA a vender todos los dólares que obtiene de la explotación de las reservas de hidrocarburos del país a la autoridad monetaria. En adelante, PDVSA podría conservar buena parte de estos recursos para financiar el gasto corriente del gobierno a través de un entramado parafiscal. Nuevamente Ronald Balza ofrece una excelente descripción de esta estructura fiscal:

La reforma de la Ley del BCV de 2005 introdujo cambios en este mecanismo. A un primer traspaso de US\$ 6.000 millones de las reservas del BCV al recién creado FONDEN deberían seguir

depósitos mensuales de divisas directamente de PDVSA al FONDEN. PDVSA podría conservar parte de las divisas que obtenga de las exportaciones de petróleo, entregando al BCV únicamente el monto necesario para mantener el “nivel adecuado de reservas” que calcule el Instituto. Este nuevo mecanismo pretende eliminar la vinculación inicial entre ingresos crecientes de divisas por ventas de petróleo e incrementos en la base monetaria. Sin embargo, únicamente si la totalidad de los recursos del FONDEN se utilizan para transacciones con el resto del mundo el gobierno no necesitaría comprar moneda nacional. En caso contrario, la adquisición de bolívares del BCV implicaría incrementos en las reservas internacionales, fuente “positiva” de base monetaria (2006:15).

El mismo autor devela las consecuencias inmediatas que tuvo tal estrategia sobre el dinero base:

La creación del FONDEN, que aportará ingresos corrientes petroleros al Gobierno Central, contribuyó seguramente al logro del superávit financiero de 2005. Sin embargo, ha tenido importantes efectos sobre la base monetaria y el patrimonio del BCV. En cumplimiento de su nueva Ley, el BCV traspasó de su activo al FONDEN Bs. 12.453.293 millones durante el segundo semestre del 2005, un monto igual al 53,9% de la base monetaria y al 84,6% del patrimonio del banco al cierre del semestre. Para evitar registrar en el Balance General del BCV la reducción de pasivo o la pérdida de patrimonio correspondiente, la Superintendencia de Bancos dispuso el registro contable de la transferencia como “otro activo en moneda nacional”, que debería amortizarse mediante la constitución de “reservas voluntarias” formadas a partir de la retención del 5% de las utilidades a fin de año. Aunque la Ley prohíbe el uso de los recursos en gasto interno para evitar la monetización de las reservas, excepto en caso de “situaciones estratégicas”, el monto transferido se anotó íntegramente como una fuente “positiva” de la base monetaria, y se reservó al FONDEN una partida como fuente de base en el grupo de “otros entes del Gobierno”. Baste notar el impacto de la transferencia y la debilidad del BCV para contener su efecto sobre la base monetaria con un ejemplo. El BCV incrementó su emisión de instrumentos de crédito (fuente “negativa” de base monetaria) en 323,0% de 2004 a 2005. Sin embargo, la base monetaria se incrementó en 39,7% (Balza, 2006:21).

Tal desajuste en las cuentas de la autoridad monetaria se ha convertido en una señal inequívoca para los especuladores, la cual les indica que el BCV no está en capacidad de defender el régimen de cambios diferenciales en vista de la debilidad de sus reservas internacionales, tanto en términos absolutos como en relación con el volumen de masa monetaria. En este sentido, la alternativa más razonable para erradicar los incentivos a un ataque a la moneda sería proceder a la unificación de los tipos de cambio y acompañarla de una devaluación creíble.

Una manera de calcular una tasa de cambio razonable para la relación bolívar-dólar es calcular el tipo de cambio implícito de la economía, que no es otra cosa que el resultado de dividir el montante de la liquidez monetaria (M2) entre el total de reservas internacionales. Según los datos más recientes publicados por el Banco Central de Venezuela, correspondientes a la segunda semana del mes de abril del 2016 (BCV, 2016 y 2016b), el cálculo resultante sería:

$$\text{Tipo de cambio implícito} = \text{M2} / \text{Reservas Internacionales}$$

$$\text{Tipo de cambio implícito} = 4.449.786.169 \text{ (Miles de bolívares)} / 12.899 \text{ (Mill. De dólares)}$$

$$\text{Tipo de cambio implícito (TCI)} = \text{Bs. } 344,97 \text{ por dólar}$$

A continuación, según se desprende la experiencia del sudeste asiático durante la crisis financiera de 1997, se debe ajustar este valor para incluir los compromisos de deuda del Estado en el corto plazo, de tal manera que las reservas internacionales no

solo sean evaluadas en función de su capacidad de cubrir un par de meses de importaciones en caso de emergencia, sino que también abarquen el servicio de la deuda, para garantizar que el país no caiga en cesación de pagos dadas las significativas consecuencias legales que ello tendría sobre la industria petrolera nacional, que podría ver congeladas sus operaciones de exportación de crudo.

En este sentido es posible tomar como referencia los cálculos realizados por el *Bank of America*, institución que ha estimado que el país necesita 10.000 millones de dólares para dar servicio a los bonos soberanos, 4.300 millones de dólares para las importaciones de la industria petrolera, y 6.200 millones de dólares para cancelar sus compromisos con China, para un total de 20.500 millones de dólares (Boyd, 2016). Por tanto la misma base monetaria proporciona una relación bolívar-deuda en divisas de:

$$\text{Tasa bolívar-deuda} = M2 / \text{Deuda externa en divisas}$$

$$\text{Tasa bolívar-deuda} = 4.449.786.169 \text{ (Miles de bolívares)} / 20.500 \text{ (Mill. De dólares)}$$

$$\text{Tasa bolívar-deuda} = \text{Bs. } 217,06 \text{ por dólar}$$

El cálculo del tipo de cambio implícito ajustado por deuda quedaría de la siguiente manera:

$$\text{TCI ajustado por deuda} = M2 / \text{reservas internacionales} + M2 / \text{deuda externa}$$

$$\text{TCI ajustado por deuda} = 344,97 + 217,06$$

TCI ajustado por deuda = Bs. 562,03 por dólar

Es posible confirmar esta cifra a partir del cálculo de la relación entre las reservas internacionales netas y la deuda externa, de la cual resulta un multiplicador que facilita el ajuste por deuda del tipo de cambio implícito. Esto es:

Reservas Internacionales Netas / Deuda Externa =

$$12.899 \text{ (Mill. De US \$)} / 20.500 \text{ (Mill. De US \$)} = 0,62922$$

Calculando la relación bolívar-deuda

Tasa bolívar-deuda = TCI x (Reservas Internacionales Netas / Deuda Externa)

$$\text{Tasa bolívar-deuda} = 344,97 \times 0,62922$$

Tasa bolívar-deuda = Bs. 217,06 por dólar

Realizando el ajuste

TCI ajustado por deuda = TCI + Tasa bolívar-deuda = Bs. 562,03 por dólar

Una tasa de cambio de 562,03 bolívares por dólar representa una devaluación del 181% respecto a la tasa SIMADI de 200 Bs. por dólar, y con ello bastaría para devolver la credibilidad al tipo de cambio como referencia para la economía, siempre y cuando el proceso de unificación cambiaria y la subsecuente devaluación sea acompañada por el desmantelamiento del régimen de control cambiario. La alternativa,

según refieren Kiguel y O'Connell (1995), sería devaluar hasta la tasa de cambio del mercado negro, si el Banco Central desea proteger sus reservas internacionales tras el proceso de unificación. Los mismos autores ofrecen además un “recetario” que enumera los elementos indispensables para que la unificación cambiaria sea exitosa: un tipo de cambio aceptable para quienes desean comprar y vender divisas con fines de portafolio, y un sistema cambiario acorde con la política fiscal y la política crediticia predominante en el momento de la unificación.

Considérese el primero de estos puntos, la necesidad de hacer del tipo de cambio tras la unificación una referencia aceptable para quienes realizan transacciones con fines de portafolio. En medio de un entorno inflacionario, donde los agentes económicos buscan adquirir activos en moneda extranjera para protegerse de la pérdida de valor de los activos nacionales, es evidente que siempre existirá demanda para los bienes denominados al tipo de cambio más barato; caso contrario para quienes buscan liquidar divisas y activos denominados en dólares, bien sea por motivos especulativos o transaccionales, dado que estos últimos confían en que las limitaciones de los canales oficiales para atender la demanda de divisas hará migrar a los demandantes a la tasa más alta, la del mercado negro.

El logro de este objetivo, entonces, pasa por cerrar la brecha entre la tasa oficial tras la unificación -la misma que fue estimada en torno a 562,03 bolívares por dólar- y la tasa de cambio del mercado paralelo. Esto solo es posible a través de la escogencia del régimen cambiario apropiado habida cuenta de los indicadores macroeconómicos del país. Algunos economistas han comentado que el gobierno debe considerar la

legalización del mercado paralelo de divisas si desea acabar con los movimientos especulativos en la tasa paralela, sin embargo, tal y como comprobaron Ghei y Kiguel (1992:20): “causa muy poca diferencia en el nivel de la tasa paralela si el sistema de tipos de cambios duales es oficial o no”. La irrelevancia del estatus legal del mercado paralelo vuelve a poner el foco sobre el único elemento en el cual las autoridades pueden ejercer influencia, la tasa oficial post-unificación, misma que a partir de un régimen de *crawling peg* puede atravesar un proceso de devaluación controlada que paulatinamente reduzca el diferencial entre los mercados cambiarios oficial y paralelo.

Kiguel y O’Connell (1995) recomiendan la introducción de un *crawling peg* siempre que exista un déficit fiscal monetizado que cause presiones inflacionarias. La investigación de los autores ha demostrado que la administración del tipo de cambio y una progresiva liberalización de los controles sobre la economía constituyen la senda adecuada para realizar la transición desde un régimen de tipos de cambios múltiples que ha causado grandes desequilibrios macroeconómicos, a una economía con un único tipo de cambio y un entorno macroeconómico equilibrado, si bien los estudios de casos confirman que se trata de procesos bastante largos. Entre los casos más emblemáticos se encuentra Turquía:

La unificación en Turquía fue un proceso que se extendió durante casi una década, con una primera fase que se concentró en la unificación de las transacciones de cuenta corriente mientras mantenía un diferencial [cambiario] pequeño, y una segunda [fase] en la cual el objetivo principal fue conseguir la unificación total. El proceso comenzó en 1980 con una maxi-devaluación y la supresión de las prácticas que incluían tipos de cambios múltiples. También incluyó, por etapas, la adopción de una administración más flexible del tipo de cambio para mantener una tasa de cambio real verosímil,



la liberalización de las importaciones, y la relajación de los controles en la cuenta capital. La liberalización de la cuenta capital se completó en 1989 cuando se le permitió a los residentes domésticos comprar títulos de deuda extranjeros, y desde entonces el mercado negro esencialmente ha desaparecido (Kiguel y O'Connell, 1994:24).

También es ilustrativo el proceso seguido por Ghana en la década de 1980:

En Ghana la unificación procedió gradualmente como parte de un amplio proceso de reformas que comenzó en 1983, el cual incluyó disciplina fiscal y monetaria, incrementos de los precios para los productores, relajación de los controles a las importaciones, y una administración más flexible del tipo de cambio oficial. El sistema cambiario, que inicialmente consistía de un mercado oficial con una tasa de cambio rígidamente anclada y un mercado negro boyante, ha sido transformado tras varias modificaciones en un régimen que comprende dos mercados legales con tasas flotantes y un diferencial marginal entre ellas, y un mercado ilegal reducido. La tasa del mercado negro declinó desde más de 2.000% a principios de 1983 hasta un 24% en abril de 1988, cuando el segundo mercado legal se volvió operacional y prácticamente absorbió el mercado negro. El diferencial entre los dos mercados legales declinó gradualmente y ha permanecido alrededor del 5% desde abril de 1990 (Kiguel y O'Connell, 1994:24-25).

Otro ejemplo de unificación exitosa fue el desarrollado por Tanzania en el último lustro de la década de 1980:

Tanzania, en comparación, estaba muy avanzada en una unificación parcial a principios de 1990. La unificación, al igual que en la mayoría de los casos, era parte de un programa más amplio que gradualmente tuvo éxito en liberalizar los mercados y restaurar la estabilidad macroeconómica. La unificación parcial tuvo lugar en tres pasos. En 1984, las autoridades devaluaron e introdujeron un esquema de "fondos propios" que permitía a los propietarios de divisas (ilegales) obtener licencias de importación gratuitamente; para 1986 la ventana de fondos propios estaba financiando un tercio de las importaciones, con el resto de las importaciones (y el grueso de las exportaciones) siendo canalizadas por la tasa [de cambio] oficial. En 1986, las autoridades devaluaron de nuevo y adoptaron un crawling peg y un paquete de reformas macroeconómicas de grandes

proporciones, fuertemente respaldado por la ayuda internacional. Recientemente, las autoridades han introducido oficinas privadas de cambio y transferido la mayor parte de las exportaciones e importaciones a estas oficinas (Kiguel y O'Connell, 1994:25).

Lo que tienen en común estas experiencias exitosas es que el Estado estuvo dispuesto a soportar las consecuencias negativas del ajuste económico, entre las cuales se cuentan un aumento en la inflación en el corto plazo, producto del levantamiento del control de precio y otras restricciones a las importaciones, y una caída en los salarios reales, que evidentemente no consiguen ajustarse al mismo ritmo que los precios de los bienes de consumo una vez se liberan los controles (Kiguel y O'Connell, 1995). La disposición del Estado a soportar estas externalidades es precisamente lo que hace de la tasa de cambio resultante de la unificación una referencia creíble para los agentes económicos, y en especial para aquellos que realizan transacciones con fines de portafolios.

Esto lleva a considerar la segunda condición planteada por Kiguel y O'Connell (1995) para el logro de una unificación exitosa: la implementación de una política fiscal y crediticia en línea con los objetivos del régimen cambiario post-unificación. En aquellos países en los cuales han fracasado los intentos de unificar el mercado cambiario el elemento común ha sido la persistencia de políticas monetarias y fiscales laxas, que tornan inverosímil el objetivo oficial de estabilizar el tipo de cambio eliminando los desequilibrios macroeconómicos. Este fue el caso de Sudán en 1979, Zambia en 1983-1985 y nuevamente en 1985-1987, y Argentina entre 1978 y 1981 (Kiguel y O'Connell, 1994 y 1995).

Lo ocurrido en Argentina<sup>2</sup> a principios de la década de 1980 es virtualmente un ejemplo de libro de texto sobre los peligros de anular los beneficios de un régimen cambiario administrado a través del uso de una estrategia fiscal expansiva. Dicha lección fue recogida por la obra de Miguel Savastano (1992), que en sus estudios sobre el régimen de *crawling peg* concluye:

Se encontró que el ataque especulativo sobre las reservas internacionales del Banco Central requerido para eliminar una inconsistencia entre la política fiscal y la cambiaria puede ocurrir en dos momentos diferentes. Debido a la naturaleza de las expectativas de los agentes [económicos] privados que tienden a incentivar su propio cumplimiento, una economía abierta con una tasa de cambio administrada recuperará su estado de equilibrio tras un desbalance creado por una expansión fiscal o una reducción en la tasa de depreciación pasando a un régimen de tipo de cambio flotante que puede ser sostenido por una tasa de depreciación alta o baja. Sin embargo, esta migración no será gradual y no dependerá de las propiedades locales de estabilidad de los dos equilibrios potenciales; en cambio, será abrupta y coincidirá con el colapso del tipo de cambio administrado.

[...] Este resultado afecta algunas de las recomendaciones de política implícitas en la literatura reciente sobre los modelos de portafolio que han analizado las características de los regímenes cambiarios alternativos en los países en vías de desarrollo. Específicamente, aunque estos discuten explícitamente los efectos de una política fiscal insostenible, estos estudios han ignorado la posibilidad de que el colapso de un régimen con tipo de cambio fijo o administrado deje a la economía en el lado “equivocado” de la curva de Laffer sobre inflación e impuestos. Más aún, la mayoría de esta literatura simplemente asume que, dado un shock fiscal, el equilibrio estacionario siempre estará en la porción con pendiente positiva de esa curva. Por tanto, sin las cualificaciones necesarias, estos estudios concluyen equivocadamente que los efectos negativos de aumentos sucesivos en el déficit fiscal (o en la prima del mercado negro)

---

<sup>2</sup> Para profundizar sobre lo ocurrido en Argentina por incongruencias entre los objetivos de la política fiscal y el régimen cambiario, ver: Cumby y van Wijnbergen, 1987:4-5, 8-9.

siempre pueden ser evitados por un ajuste al alza en la tasa de devaluación (98-99).

Dichas conclusiones son sumamente valiosas para modelar la experiencia venezolana, donde el déficit fiscal es una variable de peso, pero además la deuda en divisas tanto del sector público como del sector privado obliga a sopesar los beneficios y los riesgos de devaluar la moneda nacional. Precisamente la existencia de una cuantiosa deuda en divisas por parte de los agentes económicos nacionales, incluyendo al gobierno, es el factor que incentiva la introducción de un régimen cambiario administrado en la figura del *crawling peg*, en lugar de alternativas más liberales como una flotación limpia del tipo de cambio. Este argumento es presentado por Andrés Velasco en los siguientes términos:

La presencia de deuda en dólares es frecuentemente presentada como un argumento contra la flexibilidad [del régimen cambiario]. Supongamos que las firmas domésticas han contratado créditos en dólares. Supongamos, además, que cuando menos algunas de ellas están en el sector de bienes no transables y obtienen ganancias en moneda local, y que lo mismo también es cierto para el gobierno. Entonces una devaluación nominal, si tiene éxito en modificar los precios relativos, incrementa drásticamente el costo de sobrellevar esta deuda, y puede generar una oleada de bancarrotas corporativas en simultáneo con una crisis fiscal (1999:20).

Luego, si bien la teoría económica parece apuntar de manera incontestable a la idoneidad de introducir un régimen de *crawling peg* en la economía venezolana tras la unificación cambiaria, no debe pasarse por alto que ello supondría un compromiso a largo plazo en el cual debe sostenerse la disciplina fiscal a cualquier costo. Hausmann y Rodríguez (2006), en su trabajo sobre el colapso de la economía venezolana en la década de 1980, identificaron el carácter monoprodutor del país como el principal

lastre que restringe la capacidad de recuperación de la nación siempre que sufre un shock externo producto de la caída de los precios del petróleo. Sus hallazgos permiten dilucidar los dos escenarios o “umbrales” que debe cruzar el *crawling peg* para dar por cumplido su cometido:

Este ejercicio nos lleva a la conclusión de que la completa especialización es un ingrediente necesario de cualquier explicación sobre el colapso económico venezolano. De haber existido un sector exportador alternativo en Venezuela en 1980, el crecimiento de ese sector habría jugado un rol estabilizador en la reacción del país al declive de los ingresos petroleros. En su ausencia, la economía doméstica tuvo que reaccionar a los shocks petroleros adversos con contracciones en la producción doméstica. Este proceso debe continuar hasta (i) la caída de los ingresos petroleros se detenga (ii) el tipo de cambio real se deprecie lo suficiente para hacer competitiva la producción de los bienes transables no petroleros (2006:35).

En este sentido es posible afirmar que el *crawling peg* debe sostenerse como régimen cambiario tras una eventual unificación de la tasa de cambio hasta tanto los precios del petróleo se recuperen y el presupuesto nacional retome una condición superavitaria, ya que al desaparecer el déficit presupuestario monetizado, el tipo de cambio paralelo se contraería progresivamente hasta equipararse con el tipo de cambio oficial (Hausmann, 1995), eliminando el diferencial cambiario que es responsable de las distorsiones en la economía. Si bien es necesario mencionar que en dicho escenario el gobierno podría verse tentado a abandonar la disciplina fiscal de manera prematura, poniendo en riesgo la efectividad del ajuste macroeconómico. El escenario alternativo implica mantener la depreciación controlada del tipo de cambio a una tasa acorde con el objetivo de inflación previsto por el Banco Central (Velasco, 1999), hasta alcanzar una relación bolívar-dólar que haga competitivas las exportaciones no petroleras.

Dicho proceso cerraría paulatinamente la brecha entre el tipo de cambio oficial y el del mercado negro, erradicando este último por completo una vez que la rentabilidad de la economía no petrolera se torne más atractiva que las operaciones de arbitraje con divisas.

Esta última alternativa es excepcionalmente relevante si el Estado venezolano finalmente decidiera superar el carácter rentista de la economía nacional a través de la diversificación de la canasta de bienes exportables, lo cual a su vez tendría un efecto sumamente positivo sobre la recuperación macroeconómica del país, tal y como señalan Hausmann y Rodríguez:

Lo más sorprendente de este resultado es que muestra que una política orientada a incrementar la productividad en un sector muy pequeño (quizás incluso inexistente) puede tener un efecto dramático en la senda que sigue la acumulación de capital y el PIB. Los efectos trascienden el sector de bienes transables porque en equilibrio el nivel de los salarios crece en ambas industrias. Nótese que, en contraste, incrementos en la productividad de la aparentemente más relevante industria de bienes no transables no tiene ningún efecto sobre la senda de acumulación de capital. Cualquier factor que aumente la productividad de la industria de bienes transables tiene más posibilidades de causar efectos de mayor alcance sobre el bienestar y el crecimiento económico (2006:35-36).

En este punto es importante recordar que Venezuela cuenta una experiencia previa en materia de implementación de un régimen de *crawling peg* a principios de la década de 1990. En aquel entonces el panorama macroeconómico del país exhibía desequilibrios bastante marcados; en 1988 las cuentas nacionales mostraban un déficit fiscal del 7,8% del PIB, así como también un déficit de cuenta corriente del 9,1% del PIB, ello en medio de un régimen de cambios múltiples que contaba un diferencial

entre el tipo de cambio oficial y el de mercado negro del 132% (Guerra y Pineda, 2004). Dichos indicadores señalaban la inminencia de un colapso en la balanza de pagos, y ante esta amenaza el gobierno decide introducir un programa de ajuste económico auspiciado por el FMI, cuya primera fase consistió en levantar el control de precios que mantenía el gobierno sobre los bienes de la canasta alimentaria nacional, al tiempo que se permitió la flotación administrada del tipo de cambio tras concretar una devaluación de cerca del 200% en la tasa de cambio oficial. El plan de ajuste económico también incluyó una contracción del 16,14% en el gasto del sector público y del 27,63% en la liquidez monetaria, lo cual aunado a una inflación del 81% para el año 1989, derivó en una reducción del 8,33% del PIB de la nación, la recesión más profunda de la historia económica de Venezuela hasta ese momento (Belisario *et al.*, 2000).

Evidentemente, la severidad del ajuste lo hacía foco del rechazo de la ciudadanía, con lo cual las autoridades preocupadas por evitar problemas de gobernabilidad deciden dar marcha atrás a la política fiscal restrictiva para enviar una señal “alentadora” a la población a través del gasto público. Esto fue posible gracias al aumento de los precios del petróleo causados por el inicio de las hostilidades en la Guerra del Golfo Pérsico en 1990, situación que generó un superávit de 3.183 millones de dólares en la balanza de pagos nacional en 1991, entregando al gobierno un puñado de recursos que no dudó en inyectar en la economía. En este sentido, Guerra y Pineda señalan los limitados logros que obtuvo el brevísimo ajuste fiscal, además de alertar sobre las consecuencias de retomar la orientación expansiva del gasto público:

La mejora sustancial de las cuentas fiscales es atribuible fundamentalmente a las ganancias de ingresos que produjo la devaluación (10,4% del PIB) y en menor medida a una reducción del gasto. Sin embargo el marcado retardo en la aprobación de leyes fiscales como la que creaba el IVA, por ejemplo, restringió considerablemente las posibilidades de emprender un ajuste fiscal de la magnitud requerida y con ello descargar la política monetaria de todo el peso del ajuste que implicaba aumentos permanentes de la tasa de interés (2004:73).

En efecto, entre 1989 y 1991 el gobierno delegó toda la responsabilidad del ajuste económico a la política monetaria, mostrándose muy activo en el control de la oferta monetaria a través de la emisión de bonos Cero Cupón, la fijación de una banda de flotación para las tasas de interés, uso intensivo del encaje legal para el sector bancario, e incluso la introducción de un encaje para los depósitos del sector público (Belisario *et al.* 2000). Además, es de destacar que en este lapso el rol del régimen cambiario de flotación administrada en la estabilización de la economía fue bastante limitado. Así, las contradicciones en la implementación de la política fiscal, la política monetaria y la política cambiaria acabaron por hundir el programa de estabilización macroeconómica.

En este contexto, el paso del régimen cambiario de flotación administrada a un mecanismo de *crawling peg* en 1993 se tornó absolutamente irrelevante, pues los desequilibrios macroeconómicos obligaban al Banco Central de Venezuela a intervenir con demasiada frecuencia en el mercado para defender el esquema cambiario. De hecho, no sería exagerado afirmar que el *crawling peg* en la Venezuela de la década de 1990 estaba condenado aún antes de iniciar sus operaciones. Sin embargo no fue sino hasta que el desorden fiscal y el control de la liquidez monetaria desencadenó en una



crisis financiera de grandes proporciones en 1994, que las autoridades decidieron decretar un control cambiario y de precios con el propósito de detener la pérdida de reservas internacionales que supuso los intentos por sostener la política de minidevaluaciones (Guerra y Pineda, 2004).

En función de esta experiencia es necesario considerar las medidas de soporte que pueden ayudar a sostener la implementación de un régimen de *crawling peg* en las condiciones actuales de la economía venezolana, hasta que el umbral de competitividad de la economía no petrolera sea alcanzado. En este sentido, los *swaps* cambiarios se convierten en una herramienta sumamente útil para los responsables de la política cambiaria. El esquema 1 resume los pasos que componen el programa de ajuste macroeconómico planteado hasta este punto.

## Esquema N° 1 - Pasos del programa de ajuste macroeconómico

---

### 1.- Mostrar al mercado la disposición a hacer reformas.

1.1.- Desmontar el régimen de cambios diferenciales, unificando los tipos de cambio hasta dejar vigente una única tasa oficial.

1.1.1.- Devaluar la moneda en función del tipo de cambio implícito ajustado en función de la deuda pública.

1.2.- Levantar el control de precios sobre los bienes y servicios de la cesta básica.

1.3.- Implementar una reforma fiscal y tributaria para equilibrar las cuentas públicas y garantizar la sostenibilidad del gasto público.

1.3.1.- Aumentar el precio de los servicios públicos que proveen las empresas estatales.

1.3.2.- Incrementar el precio de venta de la gasolina y el combustible diésel.

1.3.3.- Aumentar la carga tributaria para las personas naturales y jurídicas.

### 2.- Atender el impacto negativo del ajuste macroeconómico sobre la economía real.

2.1.- Desplegar un programa anti-inflacionario.

2.1.1.- Administrar la base monetaria según criterios técnicos.

2.1.2.- Racionalizar el gasto público.

2.1.3.- Introducir un régimen de *crawling peg* con minidevaluaciones que sigan una senda decreciente en función de los objetivos de inflación del BCV.

### 3.- Complementar la intervención estatal sobre la economía con otros mecanismos de soporte.

3.1.- Negociar el refinanciamiento de la deuda externa e interna.

3.2.- Extender subsidios indirectos a los sectores económicos más afectados por el ajuste macroeconómico.

3.3.- Introducir el uso de *swaps* cambiarios paralelos al funcionamiento del régimen de *crawling peg*.

---

Fuente: Elaboración propia.

### **c. Modelando el uso de *swaps* cambiarios**

La experiencia brasilera de finales del siglo XX y principios del siglo XXI ofrece un excelente punto de partida sobre el cual perfilar la adaptación de los *swaps* cambiarios como herramienta de política cambiaria para el caso venezolano; con el fin último de ofrecer soporte a un régimen de *crawling peg* que facilite la transición desde un sistema de cambios duales (uno legal y uno ilegal), a uno de cambio único, al tiempo que se corrigen los desajustes macroeconómicos que limitan las posibilidades de crecimiento de la economía. Tales desajustes incluyen una inflación de tres dígitos, el desabastecimiento de materias primas y bienes de consumo en general (incluyendo bienes indispensables como alimentos y medicinas), un déficit fiscal de grandes magnitudes, y un perfil de deuda tanto pública como privada donde predominan los compromisos en divisas.

Este último punto es especialmente importante, pues fue la existencia de un gran volumen de deuda en moneda extranjera lo que inspiró al Banco Central Brasileiro a desplegar un esquema de *swaps* cambiarios que permitiera a los agentes económicos evitar el default que parecía inminente. Según refieren Stone *et al.*:

Muchos de los deudores corporativos con compromisos en dólares se encontraron súbitamente incapaces de obtener fondos para reestructurar sus obligaciones o para financiar nuevas actividades, ya que las líneas de crédito de prestamistas extranjeros fueron suspendidas. Tres grandes exportadores reconocieron grandes pérdidas, que contabilizaron unos 10.000 millones de dólares, en posiciones en divisas durante la turbulencia que atravesó el mercado en la era post-Lehman (2009:8).

Esta idea es complementada por Bevilaqua y Azevedo, quienes afirman:

Con grandes desbalances en la cuenta corriente, y cualquier superávit en la balanza de pagos siendo utilizado para aumentar las reservas internacionales, no existía un proveedor natural de divisas en la economía. Por tanto, el gobierno tuvo que intervenir y proporcionar cobertura en divisas a los agentes locales como un medio para reducir potenciales desajustes entre monedas en el balance contable del sector privado y al mismo tiempo proteger el régimen cambiario administrado (2005:120).

En este contexto, la primera medida implementada por Brasil fue ofrecer dólares en el mercado cambiario interno, aun cuando ello significaba erosionar las reservas internacionales. Curiosamente este mecanismo resultó inapropiado para atender la demanda del mercado, ya que los agentes económicos no buscaban hacerse con activos denominados en dólares, principal propósito al cual sirve la tenencia de dólares líquidos, sino que en cambio necesitaban desesperadamente de una fuente de financiamiento en divisas a corto plazo para atender sus necesidades en el extranjero (Stone *et al.*, 2009). Por esta razón el Banco Central Brasileiro decidió discontinuar esta iniciativa tras haber colocado poco menos de un 5% de su acervo de reservas - alrededor de 10.000 millones de dólares- en el mercado cambiario. Dicha estrategia, sin embargo, tendría resultados muy diferentes en el caso venezolano, donde la existencia de una inflación galopante supone una demanda exacerbada de activos denominados en moneda extranjera, la cual no alcanzaría a ser atendida en momentos en que las reservas internacionales se muestran bastante débiles. En este sentido, hasta tanto el flujo de caja del Estado venezolano continúe siendo escaso, producto de la

caída de los precios del petróleo, no están dadas las condiciones para una oferta de dólares en el mercado cambiario por parte de las autoridades gubernamentales.

Sin embargo, es igual de cierto que el Banco Central de Venezuela no puede ignorar los inaplazables requerimientos de divisas que tiene el sector privado; situación que también tuvo que ser confrontada por el gobierno brasilero:

Extender préstamos en moneda doméstica a las firmas con necesidades urgentes de divisas habría sido de muy poca ayuda porque estas habrían tenido que convertir los recursos en dólares a una tasa de cambio depreciada, o intercambiarlos por dólares en el mercado de futuros que se había vuelto mucho menos líquido (Stone et al, 2009:9).

La solución del vecino país a este dilema fue implementar un mecanismo de subastas de *swaps* cambiarios:

A principios de septiembre [de 2008], el BCB vendió *swaps* cambiarios a través de subastas para ayudar a compensar la desaparición de líneas de crédito en dólares para los exportadores. Cada *swap* consistía en dos etapas. En la primera etapa, el BCB intercambiaba dólares por reales. En la última etapa, esta transacción era revertida, con el BCB comprando los dólares de regreso a cambio de reales. El efecto de esta transacción en el mercado era reducir el costo en términos de tasa de interés para los deudores en dólares de tomar un préstamo sintético en dólares durante el lapso de maduración del *swap* (Stone et al., 2009:7-8).

Bajo esta modalidad el gobierno brasilero cumplía con dos objetivos: en primer lugar ofrecía financiamiento de corto plazo a los exportadores para garantizar la operatividad de este sector en momentos en que el mercado internacional de dinero no estaba operando con regularidad, y por ende las empresas brasileras no conseguían contratar préstamos en el extranjero. En efecto los *swaps* ofertados por el BCB tenían

una maduración de entre 30 y 180 días (Stone *et al.*, 2009), si bien hasta la culminación del programa en 2015, fue común que el Banco Central renovara los swaps a medida que estos iban alcanzando su vencimiento. En segundo lugar, el BCB abría una ventana de oportunidad a los arbitrajistas a través del mercado de futuros del dólar, satisfaciendo por esta vía la demanda especulativa de divisas para evitar que la misma tuviera una influencia excesiva sobre la evolución del tipo de cambio.

En relación con el primer punto, en Venezuela una operación con estas características permitiría a industrias del sector exportador con deudas de gran cuantía, acceder a fondos en divisas para liquidar sus compromisos y reactivar sus operaciones regulares, incluyendo la reapertura de líneas de crédito extranjeras al recuperar la confianza de los prestamistas internacionales al demostrarse que el sector exportador cuenta con el respaldo del Banco Central de Venezuela.

Si se replicara la experiencia brasilera extendiendo préstamos de entre 30 y 180 días de maduración (considérese esto como un periodo netamente referencial), el sector exportador tendría que entregar al BCV al inicio del acuerdo el equivalente en bolívares al tipo de cambio futuro según el cual se proyecta que cotizará el dólar al vencimiento del contrato. Este cálculo es bastante sencillo si, tal como se recomienda, el régimen cambiario vigente consiste en un mecanismo de *crawling peg* cuya tasa de depreciación es conocida por todos los agentes económicos, lo cual evidentemente determina el valor futuro del dólar. Posteriormente los exportadores podrían hacer uso de las divisas a discreción para garantizar la operatividad de su negocio, a sabiendas de que al vencimiento del swap sus operaciones deben haber generado suficiente rentabilidad

como para devolver los fondos al BCV. Esta transacción, por supuesto, supone que el Banco Central asume el riesgo de impago en caso de que la contraparte no pueda cumplir sus obligaciones al término del contrato, pero dicho riesgo es parcialmente atenuado por las garantías en bolívares que ha recibido la institución monetaria al principio del arreglo. Dicho riesgo también puede ser compensado a través del cobro de una prima por parte del Banco Central, como por ejemplo el cobro de la tasa de interés interbancaria durante la vigencia del acuerdo, u otro arreglo similar.

Nótese además, que en vista de que el Banco Central estaría recibiendo de manos de sus contrapartes fondos en bolívares al inicio del swap, la institución estaría de hecho en capacidad de retener los fondos en sus arcas o inyectarlos en la economía según considere necesario para cumplir con los objetivos de política monetaria. De tal manera que los swaps cambiarios funcionarían como herramienta de política monetaria al permitir el control de la liquidez en el mercado interno de dinero. Asimismo, para evitar inundar el mercado de dinero con bolívares una vez que los swaps alcancen su vencimiento, el BCV puede arreglar que sus operaciones regulares de absorción de dinero coincidan con la maduración de los contratos cambiarios.

Con relación a la atención a la demanda especulativa en Brasil, esta fue posible gracias a la existencia de un mercado de futuros con mucha liquidez, en el cual confluían los inversores que deseaban protegerse de las variaciones en la tasa de cambio y los especuladores que intentaban obtener una ganancia libre de riesgo. En este contexto el BCB decide intervenir en dicho mercado para lograr balancear la necesidad de las corporaciones brasileras de desmontar sus posiciones de coberturas en

divisas de manera ordenada, y el interés de los arbitrajistas por transar con moneda extranjera. Stone *et al.* describen con mucha propiedad el primero de estos propósitos:

El BCB vendió futuros del dólar directamente, en el mercado de futuros BMF, principalmente para facilitar la desarticulación de las posiciones especulativas que habían tomado las corporaciones a través de un exceso de coberturas. La intervención en el mercado de futuros fue sustancial, totalizando un acumulado de 34.000 millones de dólares desde el 15 de septiembre de 2008, hasta finales del año, llevando la posición neta en futuros del BCB desde los 22.000 millones hasta -12.000 millones de dólares. Una característica interesante de las transacciones en el mercado de futuros es que opera de forma opuesta a la última etapa de un mecanismo de swap cambiario, ya que el BCB vendía dólares en el mercado de futuros en lugar de comprarlos. Sin embargo, las dos medidas buscaban atender dos fenómenos de mercado diferentes. Mientras que las subastas de swaps eran una respuesta a la falta de liquidez en dólares, la venta de futuros del dólar estaba en buena medida dirigida a aligerar las presiones sobre las firmas exportadoras brasileras que mantenían posiciones cortas en derivados en dólares que necesitaban liquidar (2009:8).

Los arbitrajistas por su parte encontraron que la intervención del BCB abarataba el precio de los contratos de futuros frente al precio teórico que debía tener dicho instrumento, lo cual da lugar a una operación como la descrita por Alfonso de Lara para el mercado de derivados de México:

- a) Debido a que el precio del contrato de futuros en el mercado está “barato” en relación con el precio teórico, se *compra* el futuro del dólar.
- b) Para neutralizar el riesgo que representa la posición larga en futuros, debe “venderse en corto” el subyacente, es decir, se toman en préstamo los dólares (pactando una prima con el prestamista) y se venden dichos dólares en el mercado *spot*.
- c) El producto de la venta en corto (pesos mexicanos) [o cualquiera sea la moneda local] se invierte a una tasa libre de



riesgo, normalmente en cetes [Certificados de Tesorería u otros títulos del tesoro] al plazo del contrato.

El día del vencimiento del contrato de futuros:

- a) Se cumple con el compromiso adoptado en el mercado de futuros, entregando los pesos [o la moneda local por defecto] y recibiendo los dólares correspondientes al contrato de futuros previamente pactado.
- b) Se entregan los dólares al prestamista de la venta en corto, en adición a la prima del préstamo (2005:41).

Al crear esta oportunidad el gobierno evitaba tener que lidiar con los especuladores en el mercado cambiario, lo cual impactaría la cotización del dólar en las operaciones de contado.

Volviendo sobre el contexto venezolano, se encuentra que en el país aún no existe un mercado de futuros en el cual desplegar una operación similar. Esto limita las posibilidades de alejar a los especuladores del mercado cambiario satisfaciendo su demanda de manera indirecta, lo que a su vez implica la persistencia de un diferencial entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio paralelo si la demanda especulativa no logra ser atendida en los canales regulares. Por otro lado no tiene sentido la creación de un mercado de futuros del dólar si el régimen cambiario consiste en un *crawling peg* con una tasa de depreciación pre-anunciada que elimina la incertidumbre sobre la senda que seguirá el tipo de cambio. Así, en tanto el sistema cambiario implique la administración de la tasa de cambio bolívar-dólar, la mejor manera de combatir la demanda especulativa es garantizando la transparencia (y la coherencia) de la actuación gubernamental en materia monetaria y fiscal. Solo si las acciones del Banco Central de

Venezuela constituyen un programa razonable y creíble para los agentes económicos se evitará la formación de expectativas alejadas de los objetivos de la institución que puedan degenerar en un eventual ataque a la moneda.

Esto lleva a considerar el funcionamiento del resto del sistema cambiario, ya que no solo los exportadores requieren divisas, y además debe tomarse en cuenta la relativa escasez de moneda extranjera en las arcas oficiales para atender la demanda del mercado nacional. Bajo este panorama resulta innegable que el elemento más importante para dotar de credibilidad cualquier iniciativa cambiaria en el país es demostrar la posesión de suficientes recursos para garantizar la operatividad del sistema. La relativa urgencia por recaudar las suficientes divisas para paliar la grave crisis de desabastecimiento que azota el país, y simultáneamente reactivar el aparato productivo nacional para salir de la recesión económica, obliga a considerar todas las opciones disponibles, incluso aquellas que parecen demasiado onerosas a primera vista.

La lista de alternativas comienza con el cobro de las acreencias que tenga a su favor el Estado. En este renglón se engloba el acuerdo denominado Petrocaribe, a través del cual PDVSA envía petróleo a los países caribeños en base a términos de recobro absolutamente irrisorios: dos años con cero cuotas, seguidos de 25 años de financiamiento al 1% de interés. El arreglo fue estructurado de esta manera con la esperanza de que ello sirviera para comprar el apoyo de las naciones caribeñas a las iniciativas venezolanas ante los organismos internacionales, sin embargo el cálculo político subestimó la velocidad con la cual crecería la factura, que según cálculos del gobierno ronda los 20.000 millones de dólares., mientras que el banco de inversión

Barclays la estima en 12.000 millones de dólares tras descontar la deuda de Cuba, que tiene un acuerdo especial para pagar su deuda por medio de cooperación internacional en lugar de giros en metálico (López, 2015).

Evidentemente el país no puede darse el lujo de esperar dos décadas para recuperar lo correspondiente a los 186.000 barriles de crudo diarios que envió a Petrocaribe entre 2006 y 2014 (Sojo, 2015), aunque ello tampoco justifica que el Estado en su desesperación haya renegociado los términos del arreglo con algunos de sus socios aceptando condiciones bastante lesivas para el Tesoro Nacional. Tal es el caso de los acuerdos firmados en 2015 con Jamaica y República Dominicana, países a los cuales se les rebajó la factura adeudada en más de 50%, con la condición de que pagaran de inmediato el saldo restante. En función de estos acuerdos PDVSA dejó de percibir 3.800 millones de dólares que fueron condonados a ambos países (Sojo, 2015). Dicho precedente deja entrever la difícil decisión que debe tomar el gobierno: renegociar para cobrar una porción marginal de la deuda ahora, o esperar durante varios lustros por el total de la acreencia.

Otra opción que ya ha sido probada por el Estado es liquidar activos de la República para recaudar fondos en dólares, a pesar de que ello implica descapitalizar el Tesoro. En esta estrategia se enmarca la venta de la participación de PDVSA en la refinería Chalmette en los EE.UU. (BBC Mundo, 2015), y la liquidación de parte de las reservas en oro del país (AFP, 2015), si bien esta ha sido presentada como un *swap* de oro, lo cual supone que el metal se encuentra empeñado a la espera de que el gobierno pueda recomprarlo. Esta política ha sido complementada con la contratación de

deuda a nombre de filiales de PDVSA en el extranjero (AFP, 2015), como Citgo, y el retiro de parte de los ahorros que Venezuela mantenía en el Fondo Monetario Internacional (Reuters, 2015). Hacia mediados de 2015 se especulaba que el gobierno solo había recaudado 8.000 millones de dólares al sumar los cobros a Petrocaribe, la deuda de Citgo y el canje de oro, mientras que su déficit de divisas ese mismo año era de 23.000 millones de dólares (AFP, 2015).

Bajo este panorama la tabla de salvación de las autoridades parece ser la negociación de nuevos empréstitos con China, la única contraparte dispuesta a seguir extendiendo créditos al gobierno venezolano sin imponer como condición un paquete de ajustes macroeconómicos. De acuerdo con cifras publicadas por The Wall Street Journal, en la última década el país asiático ha extendido más de 50.000 millones de dólares en préstamos a Venezuela (Vyas, 2015), de los cuales cuando menos 37.000 millones de dólares tienen como contraparte al Banco de Desarrollo de China, que a cambio recibe envíos de alrededor de 330.000 barriles de petróleo diarios como forma de pago (Ho, 2015). Los envíos de crudo venezolano permiten a China cubrir entre 4% y 5% de sus necesidades energéticas (Ho, 2015), con lo cual se explica la disposición de Beijing a seguir ofreciendo créditos e Venezuela.

Sin embargo, ante la baja de los precios del petróleo las autoridades chinas han tenido que suavizar los términos del arreglo, liberando una parte de los envíos de crudo a los cuales se comprometió Venezuela para que fueran vendidos en el extranjero y evitar el default en otros compromisos internacionales (Ho, 2015). Y es que en Beijing saben que Venezuela tiene muy complicado el poder renegociar la deuda externa con

la plétora de fondos de inversión que tienen en su poder algunos de sus títulos, en vista de que la probabilidad de que el país entre en cesación de pagos durante los próximos cinco años se estima en un 97% (Cui, 2016).

En este sentido, una demanda internacional que suponga el decomiso de activos venezolanos como refinerías, o interponga cualquier tipo de limitación sobre las operaciones de la estatal petrolera PDVSA hasta tanto se resuelva el impago, se traduciría en una interrupción de los envíos de crudo a China, y por ende la mejor alternativa para los asiáticos implica ayudar a Venezuela a evitar el default.

Recientemente también han surgido algunos comentarios de dirigentes políticos de oposición, y del propio gobierno, que asoman como opción intentar la repatriación de capitales que hayan salido del país producto de actos de corrupción, narcotráfico y otros ilícitos para disponer de recursos adicionales que permitan atender la demanda de divisas del mercado nacional. No obstante este escenario obliga a realizar largas investigaciones y a obtener la colaboración de entes extranjeros, con lo cual podrían transcurrir varios años antes de demostrar la ilegalidad de los fondos y lograr que vuelvan a Venezuela.

En todo caso, cualquiera sea la alternativa escogida por las autoridades para recaudar divisas, el analista Jaime Reusche de Moody's Investors Service ha proyectado que con un precio de venta de 30 dólares por barril de crudo, Venezuela tendría entre manos un déficit de financiamiento de unos 33.000 millones de dólares (Cui, 2016), cifra que se perfila bastante complicada de alcanzar.

Consiguientemente se hace indispensable considerar la posibilidad de permitir que ingresen al mercado cambiario interno algunos de los recursos que bajo los términos actuales de la Ley de Ilícitos Cambiarios se consideran ilegales. Una manera de atraer estos fondos, sin incurrir en la complicada tarea de evaluar la legitimidad de los capitales antes de aceptarlos, sería disponer la compra por parte del Banco Central de títulos denominados en dólares al cambio del día según el régimen de *crawling peg*, más una prima que compense el riesgo de invertir en Venezuela. De esta manera quienes posean recursos en dólares que desean reincorporar a la economía nacional podrían adquirir bonos con alta calificación crediticia en el extranjero (que necesitaría la verificación de la legitimidad de los recursos en el mercado donde se negocian los títulos), para luego venderlos al BCV a cambio de bolívares. Acto seguido el BCV renegociaría estos títulos en el extranjero para obtener divisas.

Un esquema con dichas características atraería de inmediato la atención de los arbitrajistas, que explotarían la oportunidad de obtener una ganancia rápida y legal, al transar con activos en dólares a cambio de una tasa ligeramente por encima del cambio oficial. Por esta vía, parte de la demanda especulativa que engrosa el mercado paralelo podría ser reorientada para erosionar la brecha entre el tipo de cambio oficial y el del mercado paralelo. Se trata básicamente de redirigir el arbitraje de divisas para hacerlo operar en la dirección que requiere el gobierno.

Este mecanismo, por supuesto, se traduciría en la inyección de bolívares en la economía cada vez que el BCV acuerde la compra de bonos extranjeros, y estos recursos a su vez necesitarían de oportunidades de inversión en el mercado nacional.

Con ello surge la ocasión para liberalizar los controles de precios sobre los bienes y servicios en la economía, con el propósito de que el aparato productivo se torne lo suficientemente atractivo como para captar el influjo de fondos en bolívares. A medida que estos recursos encuentren nichos de mercado económicamente rentables, la explotación comercial de los mismos debería incrementar progresivamente su productividad, generando un aumento en el nivel de empleo formal y atacando desde la raíz el desabastecimiento y la inflación.

Evidentemente parte de los recursos acabará desviándose para engrosar la demanda especulativa de divisas hasta tanto persista un mercado paralelo de moneda extranjera, pero este incentivo desaparecerá una vez que la depreciación controlada del tipo de cambio oficial y la reorientación de las operaciones de arbitraje cambiario cierren paulatinamente la brecha entre la tasa de cambio legal y la del mercado negro. El objetivo es erradicar los alicientes que causan que la demanda de divisas se dispare, eliminando la posibilidad de obtener una ganancia extraordinaria en el mercado paralelo.

La devaluación de la moneda bajo el régimen de *crawling peg* también debería funcionar como un elemento disuasivo de la demanda especulativa entre los agentes económicos que solicitan divisas en cantidades por debajo de las seis cifras. Así, dado el encarecimiento de la moneda extranjera, se hará completamente innecesario el mantenimiento de cupos anuales en divisas para las personas naturales y las pymes que importan volúmenes pequeños de mercancía para su comercio al detal, en vista de que la demanda se racionalizará a medida que el mercado negro de divisas se desvanezca.

Por otro lado, si bien la demanda de los grandes importadores también tenderá a racionalizarse, estos aún tendrán que cumplir con sus compromisos de deuda en el extranjero antes de poder reanudar sus actividades comerciales en el país. Luego, será indispensable que el Banco Central de Venezuela realice algunas subastas dirigidas exclusivamente a las empresas del sector importador que posean importantes niveles de deuda. De hecho la deuda privada que ha mermado significativamente la operatividad de industrias nacionales, como la farmacéutica, debe en última instancia ser tratada con el mismo sentido de urgencia que la deuda pública, lo cual implica un reconocimiento implícito de que las distorsiones creadas desde las instituciones públicas truncaron las posibilidades del sector privado de acceder a los recursos para cumplir sus obligaciones. En tal sentido, el flujo de efectivo libre con que cuente el Estado una vez que cubra sus propios compromisos debe ser puesto a disposición de los importadores de la forma más expedita posible, aunque inevitablemente ello ocurra al nuevo tipo de cambio vigente.

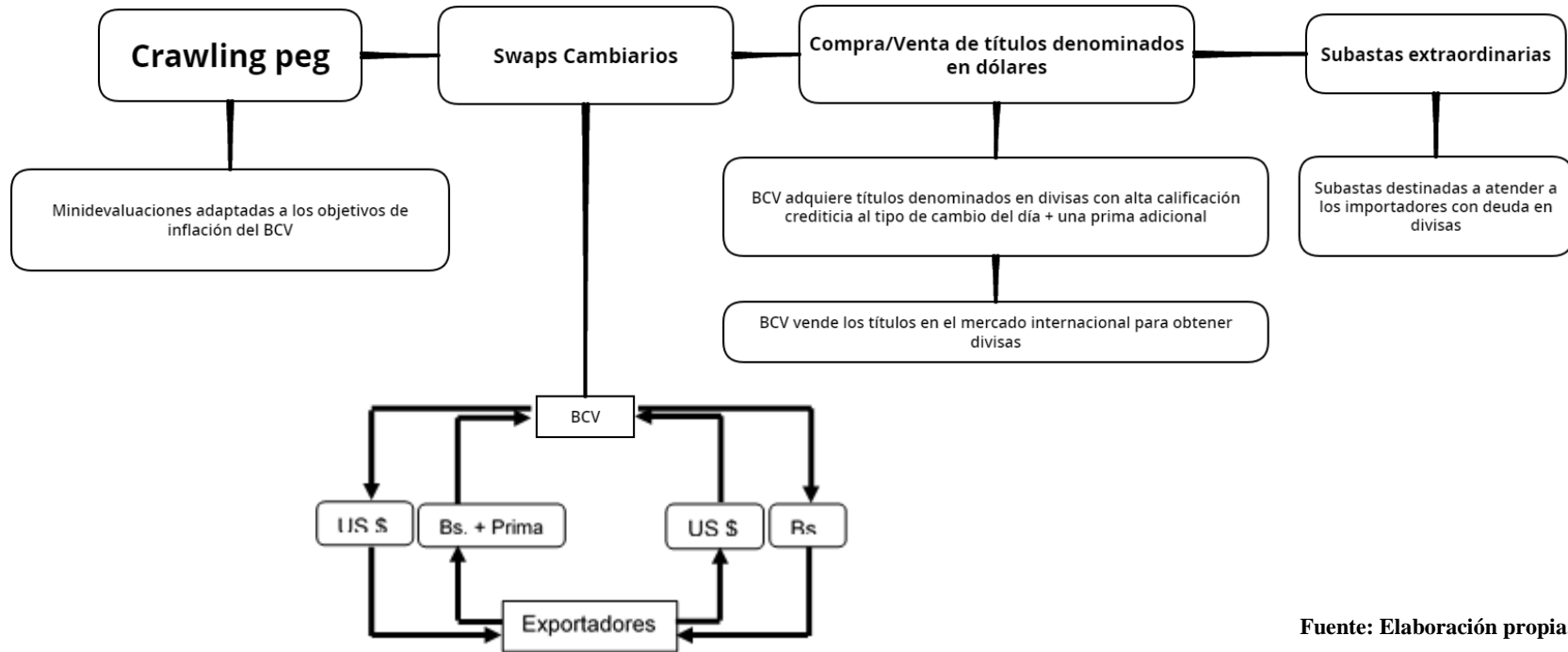
Todo lo anterior forma parte de un amplio programa de ajustes macroeconómicos pensado como un esbozo de la hoja de ruta que deben implementar las autoridades venezolanas para sacar al país de la crisis. En el proceso los decisores confrontarán el reto de priorizar las acciones para otorgar la atención necesaria a cada tema de acuerdo con el apremio representado en cada uno. Según se hizo evidente en el análisis preliminar del estado general de la economía, son tantos los asuntos por resolver que la instrumentalización de los *swaps* cambiarios aquí propuesta parece perderse en el inventario de cosas por hacer. No obstante, el rol de soporte al régimen



de *crawling peg* que se ha reservado a los *swaps* cambiarios hace de ellos una herramienta excepcionalmente relevante, habida cuenta del objetivo general del programa: el logro de la estabilidad macroeconómica.

El uso de los *swaps* cambiarios permitiría disciplinar la utilización de las divisas en la relación BCV-exportadores, ya que la posibilidad de explotar esta herramienta para cubrir las necesidades tanto de los agentes privados como del sector público depende del mantenimiento de un delicado equilibrio entre las partes. Los *swaps* ofrecen una oportunidad de dotar de credibilidad el régimen de *crawling peg*, al proporcionar un mecanismo para administrar la demanda de divisas de los agentes económicos privados, que garantice que las reservas internacionales no sean dilapidadas. Pero al mismo tiempo el problema de credibilidad acaba siendo transferido al programa de *swaps* en si mismo. Si alguna de las contrapartes insinuara su incapacidad para continuar con el programa, el mercado no tardaría en dirigir sus dudas a la sostenibilidad del *crawling peg*. En el Diagrama N° 2 se esboza la propuesta de política cambiaria descrita en esta sección.

**Diagrama N° 2 - Propuesta de Política Cambiaria**



Fuente: Elaboración propia.

#### **d. El mercado financiero nacional y los *swaps* cambiarios**

La revisión bibliográfica ha demostrado que la oferta de *swaps* cambiarios a nivel mundial resulta de un amplio entramado de arreglos bilaterales, bien sea entre las autoridades monetarias de dos Estados soberanos, o entre la banca central y contrapartes seleccionadas entre los integrantes de la banca comercial. La primera de estas modalidades es privilegiada por las economías más avanzadas, que han desarrollado vínculos estrechos en materia cambiaria como mecanismo para enfrentar las consecuencias inmediatas de las crisis económicas que puedan afectar a cualquiera de las partes. Tal es el caso de países como EE.UU., Suiza, Japón y Corea del Sur. La segunda modalidad se haya bastante más extendida entre las economías en vías de desarrollo como Kuwait, Arabia Saudita, Omán y Turquía, las cuales al carecer de un mercado de derivados financieros en el cual ofrecer los *swaps* cambiarios, han optado por tender puentes con la banca comercial para operar de manera fluida con este instrumento. Mención aparte merecen casos como el brasilero o el canadiense, pues en dichas economías la existencia de un mercado financiero bastante avanzado, que comprende apartados con alta liquidez dedicados a las operaciones con derivados financieros, ha permitido a estos países desplegar estrategias mucho más complejas para el uso de *swaps* cambiarios, con fines que van desde la provisión de divisas al sector exportador de la economía, hasta la administración de las reservas internacionales bajo una regla de optimización.

Estas referencias permiten considerar la viabilidad de introducir el uso de *swaps* cambiarios en el mercado financiero venezolano. Evidentemente, Venezuela se

enmarca en el segundo de los escenarios arriba descritos, fundamentalmente por la inexistencia de un mercado de derivados financieros en el cual transar con *swaps* cambiarios. Con ello no se descarta que en el largo plazo pudiera encontrarse alguna utilidad a la creación de un mercado de derivados financieros como complemento a la Bolsa de Valores de Caracas, o la versión estatal del mercado de valores, la Bolsa Bicentenario de Valores; sin embargo, dicha iniciativa resultaría superflua en el corto y mediano plazo, cuando menos en lo que respecta a la negociación de futuros de divisas si, tal y como se propone, el régimen cambiario consiste en un esquema de minidevaluaciones que siguen un senda previamente anunciada y por ende el tipo de cambio futuro es conocido de antemano por los agentes económicos.

En este sentido, siguiendo los lineamientos de la política cambiaria descrita en el Diagrama N° 2, resulta claro que el Banco Central de Venezuela podría hacer buen uso de la intermediación de la banca comercial en la implementación de su estrategia cambiaria para el logro de sus objetivos de política. Así, en el caso de los *swaps* cambiarios, estos podrían ser negociados directamente entre la autoridad monetaria y los miembros de la banca comercial que cumplan con las características apropiadas para minimizar el riesgo de impago al vencimiento de los contratos. En línea con esta disposición, sería sensato excluir a la banca comercial de propiedad pública de las operaciones con *swaps* cambiarios, en vista de que su inclusión significaría que el Estado asume la totalidad del riesgo de la transacción.

Bajo este supuesto, una operación típica con *swaps* cambiarios tendría al BCV entregando una determinada cantidad de divisas a un banco comercial privado al inicio

del arreglo, en tanto que recibiría el importe en bolívares correspondiente al valor de las divisas según el tipo de cambio futuro del dólar a la fecha del vencimiento del contrato, más una prima de riesgo que podría ser calculada según la tasa de interés interbancaria durante la vida útil del acuerdo; la tasa de cambio aplicable a los *swaps* estaría, por supuesto, determinada por la regla que rige el régimen de minidevaluaciones en que consiste un *crawling peg*. Al término del arreglo -cuya duración podría replicar experiencias como la brasilera donde los contratos cuentan una vigencia de entre 30 y 180 días, renovables en caso de que el Banco Central lo estipule conveniente-, el BCV entrega a su contraparte el montante en bolívares que recibió en la primera etapa del swap -menos la prima de riesgo- y recibe a cambio el importe en dólares que entregó al banco al inicio del acuerdo.

El banco comercial utilizaría los dólares que obtenga a partir de la estructura de *swaps* cambiarios para extender préstamos en divisas a empresas del sector exportador de la economía. De esta manera recae en la banca comercial la responsabilidad de evaluar a los solicitantes de divisas y seleccionar a aquellos que demuestren el menor riesgo crediticio. El incentivo a la banca central para llevar adelante este tipo de operaciones sería la posibilidad de obtener rentabilidad en divisas sobre los créditos que extienda, todo ello a partir de una inversión en bolívares en la figura del *swap* cambiario con el BCV. Por su parte, el Banco Central emplearía el lapso de maduración de los *swaps* para administrar la liquidez monetaria en la economía nacional, bien sea conservando en sus arcas los bolívares que recibe al inicio del acuerdo, lo cual equivaldría a una operación de absorción de liquidez, o inyectando parte de estos

fondos en la economía si desea implementar una estrategia expansiva en materia monetaria.

Una alternativa un tanto menos realizable para operar con este derivado requeriría que el Banco Central de Venezuela emitiera una convocatoria a subastas de *swaps* cambiarios, en la cual las contrapartes fueran las empresas del sector exportador que cumplen con un conjunto de requisitos mínimos que reduzcan su propensión al default. No obstante, bajo esta modalidad la autoridad monetaria estaría sujeta durante la vigencia de los acuerdos a un nivel de riesgo financiero que no parece concordar con los fines a los cuales sirve la institución, a saber: proteger el valor de la moneda y mantener estable el nivel de precios en la economía.

En cambio el BCV sí que podría tener un trato directo con sus contrapartes en las operaciones en las cuales ejecute la compra de títulos valorados en dólares a cambio de bolívares, al igual que en las subastas extraordinarias de divisas para el sector importador de la economía. En ambos casos, dado que la transacción en cuestión se completa de contado y en un solo paso, no existe riesgo crediticio para el Banco Central.

**e. Ventajas y desventajas de la introducción de *swaps* cambiarios en el mercado financiero nacional**

El elemento de riesgo intrínseco a los *swaps* constituye, ciertamente, una de las principales desventajas de la implementación de esta herramienta por parte del Banco Central, ya que la autoridad monetaria no fue creada para participar del mercado

financiero con un enfoque especulativo, y por ende no es común que su balance contable incluya derivados financieros, dada la volatilidad en el valor de estos últimos en el mercado de capitales y la posibilidad de que las fluctuaciones en la valoración de dichos activos impacte negativamente el tesoro nacional. Por supuesto, existen excepciones notables a esta regla, como por ejemplo la orientación que rige la administración de las reservas internacionales del Banco Central de Canadá, que como fue señalado anteriormente, participa del mercado de capitales buscando maximizar los rendimientos que puede obtener sobre sus tenencias. Sin embargo, esta no es la senda que se espera que siga el Banco Central de Venezuela.

Por ende, el tema del riesgo atinente a los *swaps* cambiarios debe ser considerado cuidadosamente. La contratación de un *swap* comprende fundamentalmente dos tipos de riesgos: 1) el riesgo crediticio o de default de la contraparte, en caso de que esta no sea capaz de cumplir con las obligaciones contratadas y, 2) el riesgo de iliquidez en el colateral entregado al principio del acuerdo, es decir, la imposibilidad -o cuando menos la dificultad- de liquidar el colateral para mitigar la pérdida en caso de default de la contraparte.

Para los *swaps* cambiarios el riesgo de default sigue estando presente a pesar de que existe un intercambio de principales al inicio del arreglo, ya que cualquiera de las partes podría mostrarse incapaz de cumplir con la devolución de los activos al vencimiento del acuerdo. Extrapolando este escenario a una operación que tenga como contrapartes al BCV y un banco comercial venezolano, es poco probable que el Banco Central falle en la entrega de bolívares que le corresponde en la segunda fase del

contrato, en vista de que difícilmente exista una escasez de moneda nacional en las arcas de la autoridad monetaria. No obstante, el BCV podría tener dificultades para mantener operativo el entramado de *swaps* cambiarios si llegara a atravesar una situación de insuficiencia en sus tenencias de divisas. Entretanto, desde el punto de vista de la banca comercial se tiene que las entidades tienden a gozar de suficiente solvencia en moneda nacional, gracias a las regulaciones que establece la superintendencia de bancos para asegurarse de que los intermediarios financieros cuenten con suficiente liquidez para desarrollar sus operaciones, pero en caso de legalizarse las transacciones con divisas a través de la banca comercial, sería indispensable la implementación de nuevas medidas para evitar el surgimiento de desequilibrios cambiarios en la contabilidad de los bancos, que a su vez pueda degenerar en una crisis bancaria. Ello hace patente el hecho de que no solo el Banco Central de Venezuela estaría asumiendo cierto nivel de riesgo al operar con *swaps*, sino que además, al hacer uso de la intermediación bancaria para garantizar el funcionamiento del esquema cambiario también está introduciendo parte de este riesgo en el sistema bancario nacional.

Otra desventaja de la implementación de los *swaps* cambiarios en Venezuela resulta del rol que se le ha dado a este programa como mecanismo de soporte al régimen de *crawling peg*, pues esto implica que la estabilidad de la política cambiaria requiere que el mercado exhiba confianza en torno a ambos mecanismos. Así, si los agentes económicos llegasen a poner en duda la continuidad del *crawling peg* o el esquema de *swaps* cambiarios, existe la posibilidad de que ambas estrategias entren en crisis frente



a un eventual ataque especulativo a la moneda. Por esta razón es imperativo que el Banco Central de Venezuela acompañe el funcionamiento de este programa cambiario con la mayor transparencia, y haciendo uso de todas las herramientas informativas a su alcance, de tal manera que pueda influenciar la formación de expectativas de los agentes económicos para mantenerlas en línea con sus objetivos de política y evitar el surgimiento de “profecías autocumplidas” que apunten al fracaso de la política cambiaria.

Existe además una tercera desventaja de los *swaps* cambiarios relacionada con la condición inédita de esta herramienta en la economía venezolana, con lo cual es inevitable que se pongan de manifiesto elementos imponderables una vez que sea desplegado el programa. Ello responde a las limitaciones inherentes a la formulación y simulación del plan, que aun siendo amplia y detallada no podría en ningún caso capturar todas las variables que habrán de influenciar el funcionamiento de la política cambiaria en general, y del paquete de *swaps* cambiarios en particular.

Por otro lado, en lo que a las ventajas del programa de *swaps* cambiarios se refiere, es preciso mencionar las bondades del esquema en lo que respecta a la implementación de la política monetaria del Banco Central. En este sentido, los *swaps* de divisas exhiben un parecido notable con las operaciones de reporto, las cuales son parte importante del instrumental con que cuentan las autoridades monetarias para el logro de sus objetivos. Como ejemplo de ello sirvan las palabras de la International Capital Market Association, que manifiesta:

Los bancos centrales utilizan los reportos para conducir operaciones de política monetaria de rutina y para proveer liquidez de emergencia al mercado en tiempos de crisis. El reporto mitiga el riesgo crediticio y conecta a los bancos centrales con un mercado interbancario de reportos a través del cual la liquidez puede ser redistribuida eficientemente a otros bancos y agentes económicos no bancarios (ICMA, 2015:4).

Al igual que los reportos, los swaps cambiarios facilitarían al BCV el desarrollo de sus operaciones de absorción o inyección de liquidez monetaria en la economía, particularmente en condiciones extraordinarias en las cuales otros mecanismos de administración de la base monetaria hayan alcanzado sus límites o se muestren un tanto menos efectivos. Asimismo, los *swaps* cuentan con un punto adicional a su favor, y es que por su diseño pueden también proveer al mercado con liquidez en divisas, lo cual los convierte en un instrumento muy valioso en momentos en que apremia la necesidad de reactivar el aparato económico nacional, con el propósito de superar los desequilibrios macroeconómicos que ha supuesto el régimen de cambios diferenciales en el país, y para ello se precisa impulsar la oferta de divisas tanto para el sector exportador como para el sector importador de la economía.

Luego, la posibilidad de inyectar liquidez en divisas se convierte en la segunda ventaja del programa de *swaps*, pero además esta es complementada por un tercer beneficio: la provisión de liquidez en moneda extranjera a través de los *swaps* puede llevarse a cabo sin diezmar las reservas internacionales. Esto es posible gracias a que los *swaps* constituyen un acuerdo de recompra de los activos, y por tanto, si bien el BCV entrega divisas a sus contrapartes al inicio del acuerdo, estas deben regresar a las arcas públicas al vencimiento del contrato, y consiguientemente cualquier retiro contra

la cuenta de reservas internacionales no es más que una operación transitoria que será revertida al alcanzar la maduración del *swap*.

De vuelta con las similitudes entre los *swaps* y los reportos, encontramos que ambas operaciones tienen entre sus ventajas ampliar el mercado financiero y facilitar el descubrimiento de los precios de los activos financieros. Esto se debe a que el aumento en la liquidez incentiva al mercado a buscar oportunidades de inversión para estos fondos, al tiempo que las operaciones de arbitraje que hace posible el aumento de la liquidez elimina los desbalances en la oferta y demanda de activos financieros, facilitando la definición de equilibrio de los mismos (ICMA, 2015). Por tal motivo, uno de los objetivos del programa de *swaps* cambiarios en Venezuela sería eliminar los desbalances en la oferta y demanda de divisas; propósito que al ser perseguido de la mano con el régimen de *crawling peg*, se espera que permita alcanzar la correcta valoración de la relación bolívar-dólar, haciendo desaparecer el mercado paralelo de divisas. Adicionalmente, tanto los *swaps* como los reportos, al incrementar la liquidez del mercado reducen las fallas en el cumplimiento de las obligaciones de los deudores (ICMA, 2015), lo cual en el caso venezolano ayudaría a recuperar la confianza del mercado internacional y, eventualmente significaría la reactivación de las líneas internacionales de crédito, permitiendo la contracción progresiva de la intervención estatal en el mercado financiero.

También existe una ventaja en aplicar la intermediación bancaria al desplegar el programa de *swaps* cambiarios, dado que al reducir la participación burocrática del Estado en la asignación de divisas a los agentes económicos privados se estaría

minimizando la discrecionalidad en el proceso y las instancias de corrupción que han sido tan criticadas bajo el actual régimen de cambios diferenciales. La idea es permitir que la banca comercial realice la asignación de divisas en un sector de la economía en función de la racionalidad económica de las solicitudes de créditos, logrando una distribución eficiente de los recursos en moneda extranjera, y acortando los tiempos de entrega de este activo en comparación con los programas vigentes bajo el régimen de tipos de cambios múltiples. Asimismo, al facilitar el acceso a las divisas a través de la intermediación bancaria se espera contribuir a la reducción de los costos de transacción -incluyendo el costo de oportunidad- de obtener financiamiento en moneda extranjera en que actualmente incurre el sector exportador.

Por último, debe hacerse mención a la oportunidad que tiene el Banco Central de Venezuela al obtener liquidez en bolívares a partir de la contratación de un *swap* cambiario, ya que estos fondos no solo resultan útiles para realizar operaciones de política monetaria, sino que además pueden ser reinvertidos por diferentes vías para obtener algún tipo de rentabilidad durante la vida útil del acuerdo de recompra. Una opción interesante sería alimentar el programa de compra de títulos denominados en dólares que se ha propuesto como parte del plan integral de reforma a la política cambiaria, de tal manera que la institución monetaria pueda captar divisas adicionales para mantener operativa el resto de su estrategia.

## Capítulo IV - Síntesis

En la historia económica de Venezuela el inicio de la explotación petrolera representa un punto de quiebre para los hacedores de políticas públicas y los decisores políticos. Y es que a la facilidad de rentabilizar la extracción y comercialización de hidrocarburos, parecía interponerse la necesidad de planificar el desarrollo integral de la nación, lo cual implica establecer las condiciones idóneas para que todos los sectores económicos puedan llevar adelante su actividad productiva. En este contexto, surge el esbozo de una falsa diatriba: entronizar a la industria petrolera para disfrutar de sus rentas o relegarla a un segundo plano, diseñando políticas mayormente propicias a la economía no petrolera; y por improbable que parezca, en el fondo de este debate se hallaba la escogencia de la política cambiaria más apropiada para la economía venezolana, básicamente porque el régimen cambiario seleccionado determinaba el grado de rentismo al cual accedería el Estado.

Tan pronto como en 1934 esta cuestión quedó zanjada en favor de la economía petrolera, gracias al llamado Convenio Tinoco, acuerdo que fijó el tipo de cambio al cual las compañías con concesiones de hidrocarburos debían vender sus divisas al gobierno nacional. Las divisas así captadas por el Estado eran luego vendidas al resto de los actores económicos que hacían vida en el país a una tasa ligeramente mayor, y con la ganancia que ello proveía se procedió a compensar con primas a la agricultura, en lo que pudiera interpretarse como un reconocimiento indirecto de parte de las autoridades de las externalidades que habían causado, ya que al haber permitido la sobrevaluación del tipo de cambio real para captar más renta petrolera, estaban de

hecho mermando la competitividad internacional del resto de las actividades económicas que tenían entre sus fines la exportación.

Tras varios años bajo este esquema, la presión de los productores del campo obligó al gobierno a rediseñar su estrategia, lo cual para sorpresa de todos resultó en una profundización de la medida a partir de la segmentación del mercado cambiario. Así, en 1941 las autoridades venezolanas introducen por primera vez el régimen de cambios diferenciales, esquema que se convertiría en el sistema cambiario más utilizado por el Estado venezolano en los 81 años que van desde la primera intervención cambiaria en 1934, hasta el 2015. Durante dicho lapso, el régimen de tipos de cambios múltiples se mantuvo en vigencia un total de 30 años -y contando-, repartidos en tres periodos: 1941-1960, 1983-1989 y de 2010 a la actualidad.

Típicamente la política de segmentar el mercado cambiario es considerada un último recurso en momentos en que parece inminente una crisis de la balanza de pagos. Sin embargo, en Venezuela, la principal motivación para la introducción del régimen de cambios diferenciales responde a la necesidad del Estado de adaptarse a la fracturación que existe entre el sector petrolero y no petrolero de la economía, que tienden a crecer a ritmos diferentes y reclaman estrategias cambiarias opuestas. En este sentido, si bien es cierto que la amenaza de entrar en cesación de pagos respecto a la deuda externa y, el riesgo de alimentar la inflación al encarecer los bienes importados, explican en buena medida por qué las autoridades nacionales han mostrado tanta disposición a segmentar el mercado cambiario, un breve repaso al contexto macroeconómico vigente en las ocasiones en que ha sido desplegada esta medida pone

de manifiesto la existencia de un elemento común: la predisposición del gobierno venezolano a subsidiar las operaciones de la economía no petrolera con los recursos provenientes de la industria de hidrocarburos, aún en momentos en que estos últimos resultan particularmente escasos, condición que incentiva la fragmentación del mercado cambiario.

En 1941, por ejemplo, la implementación del régimen de cambios diferenciales fue la respuesta oficial a las continuas crisis de precios que habían impactado a la agricultura de exportación. El argumento en favor de la estrategia se centró en el hecho de que los ingentes ingresos que generaba la joven industria petrolera en el país, y cuya captación se optimizaba a partir de un tipo de cambio sobrevaluado, debían continuar fluyendo hacia las arcas públicas, y por ende no era propicio una devaluación de la moneda. No obstante la práctica de extender primas a la agricultura ya resultaba insuficiente, y por ello se introdujo un segundo tipo de cambio para las divisas resultantes de la actividad económica no petrolera -apartado que era dominado por la actividad agrícola-, el cual por supuesto exhibía el grado de devaluación que las autoridades no se atrevían a realizar sobre la tasa de cambio “petrolera”. Este sistema entró en crisis hacia finales de la década de 1950, cuando la caída de los precios del petróleo hizo insostenible el entramado de subsidios públicos y el deterioro de la economía dio paso a demandas socio-políticas que acabaron en el derrocamiento de la dictadura de Marcos Pérez Jiménez en 1958, abriendo la puerta a un periodo de reformas en todos los campos de la vida nacional.

Por su parte, la experiencia de 1983 es mucho más fiel a la teoría. Por aquel entonces en el país se había desatado una crisis inflacionaria, alimentada por el elevado gasto público en la era de la llamada “Venezuela Saudita”, época en que los elevados precios del petróleo permitieron al Estado actuar de manera dispendiosa durante la bonanza, impactando el ingreso real y el INPC. Dicha tendencia continuó hasta que los precios de venta de los hidrocarburos decayeron, y para entonces las reservas internacionales venezolanas ya habían sufrido una pérdida del 40% de su valor.

Frente a este panorama el gobierno reaccionó segmentando el mercado cambiario, con la esperanza de establecer un ancla nominal al precio de los bienes importados a partir de una tasa de cambio de Bs. 4,30 por dólar para los productos catalogados como esenciales, la cual fue acompañada por una tasa de Bs. 6 por dólar para el servicio de la deuda externa y una tasa de cambio libre para el resto de las operaciones de la economía. Esta medida fue complementada con un régimen de control de precios y un férreo racionamiento a las divisas, sin embargo, el gasto del gobierno, la liquidez monetaria y la base monetaria continuaron creciendo hasta 1986, y consiguientemente la política monetaria expansiva, aunada al amplio diferencial entre las tasas de cambio oficial y la de libre mercado -un 95% en promedio-, hicieron que la inflación siguiera presente, el déficit fiscal se profundizara y la cuenta corriente avanzara en su deterioro (Guerra y Pineda, 2004). Desafortunadamente, el ajuste necesario para corregir estos desequilibrios fue postergado, dada la proximidad de las elecciones presidenciales de 1988, lo cual obligó al ejecutivo entrante a implementar medidas agresivas para frenar la caída de la economía, dando lugar a la mayor recesión



de la historia económica venezolana hasta entonces, y marcando el fin del régimen de cambios diferenciales en la década de 1980.

Sorprendentemente, las lecciones de este periodo quedaron en el olvido apenas 20 años después. Por entonces, el gobierno encabezado por Hugo Chávez se esforzaba por construir una base de apoyo popular a partir de una serie de programas sociales que se financiaban con volúmenes importantes de gasto público. Por esta vía la “Revolución Bolivariana” buscaba rehacer un entorno de gobernabilidad, tras varios años de huelgas generales, un golpe de estado e intentos de revocar el mandato presidencial, que habían debilitado significativamente a la primera magistratura. Para ello el Estado dispuso que el ingreso petrolero fuera utilizado para sufragar las ayudas sociales, llegando incluso a reformar las regulaciones presupuestarias que limitaban dicho accionar. No obstante, en 2008 los precios internacionales del petróleo comienzan a retroceder, luego de varios años mostrando máximos históricos, y al reducirse el caudal de ingresos se hizo evidente la indisciplina fiscal y monetaria del gobierno, particularmente en lo que respecta a la deuda pública.

Así, para desahogar las cuentas nacionales y evitar el default, las autoridades deciden introducir un régimen de cambios diferenciales en enero de 2010. En esta ocasión el sistema estaba compuesto por dos tipos de cambio oficiales: una tasa de 2,60 bolívares por dólar para importaciones prioritarias y pagos del sector público no petrolero, y un cambio de 4,30 bolívares por dólar para el resto de las importaciones, las exportaciones del sector privado, y las exportaciones del sector público no petrolero. Cabe destacar que ambas tasas de cambio eran fijas y no se estipuló la creación de un

mercado flotante para las operaciones de cuenta capital. El gobierno tampoco mostró disposición alguna a reducir su nivel de gasto, e incluso incurrió en la práctica de monetizar el déficit fiscal. Cuando las consecuencias de esta política se hicieron patentes a partir de un marcado aumento de la inflación, el Estado puso mayor énfasis en la implementación de un control de precios y echó mano de algunas expropiaciones a grandes industrias para dar la impresión de proactividad a la ciudadanía.

La ceguera institucional exhibida en tales acciones alcanzó un nuevo hito cuando las autoridades deciden radicalizar su estrategia, segmentando una vez más el mercado cambiario para dar cabida a una tercera tasa oficial. Para entonces, las dificultades para acceder a las divisas en cualquiera de los mecanismos oficiales había dado pie al surgimiento de un mercado negro de moneda extranjera, es decir, la economía contaba con cuatro tasas de cambio en vigencia: tres tipos de cambio oficiales y uno correspondiente al mercado paralelo.

Luego, a medida que los controles gubernamentales sobre la economía arreciaban -trascendiendo el control de precios para incluir supervisión de la distribución y almacenamiento de bienes de primera necesidad, decreto de inamovilidad laboral, entre otras disposiciones- y los obstáculos para obtener divisas en los mercados oficiales crecían, la cotización de la tasa del mercado negro se disparó, llevando el diferencial cambiario a las cinco cifras, si se comparan la tasa paralela con el tipo de cambio legal más bajo. Al mismo tiempo el tipo de cambio del mercado negro se convirtió en la referencia tácita según la cual se indexa los precios de los bienes y servicios que se negocian en la economía, al ser esta la única tasa a la cual los agentes

económicos privados pueden pactar el intercambio de divisas, a pesar de las restricciones legales que ha impuesto el gobierno.

En este marco, la inacción oficial en lo que a implementar ajustes macroeconómicos respecta, alimenta las expectativas del mercado que apuntan a una eventual devaluación de las tasas de cambio oficial. Dichas expectativas se ven reflejadas en la volatilidad del tipo de cambio paralelo, que al ser el único capaz de ajustarse, se anticipa a la devaluación, incrementando el diferencial que mantiene con relación a los tipos de cambio establecidos por el gobierno. Acto seguido, los bienes y servicios negociados en el mercado interno también ajustan sus precios al alza, demostrando el grado de indexación de la economía nacional a la tasa de cambio del mercado negro. Y cada vez que ello ocurre, las autoridades reaccionan aplicando multas, sanciones y penas de cárcel al comercio y la industria, en un intento desesperado por hacer valer las normas de su régimen de control de precios y abastecimiento. El resultado de las sanciones, como era de esperarse, es la desaparición de productos del mercado, y el cierre de empresas, situación que ha generado niveles de escasez de bienes que van desde alimentos y medicamentos, hasta acumuladores y vehículos, pasando por cada ítem cubierto por los controles de precios.

Partiendo del análisis de las tres etapas en que se ha implementado el régimen de tipos de cambio múltiples en Venezuela, y con la ayuda de la teoría económica, fue posible enumerar las razones que han causado el naufragio de este mecanismo en el país en reiteradas ocasiones. Primero, la formación de expectativas del mercado, que al conocer que el Estado se dispone a segmentar el mercado cambiario, recibe una señal

inequívoca de la predisposición de las autoridades en contra de devaluar la moneda. Luego, si el Estado descarta de antemano la devaluación como mecanismo de ajuste en caso de desequilibrios macroeconómicos, los agentes interpretan que tienen que prepararse para convivir con problemas como la inflación y la pérdida de competitividad inherente a la sobrevaluación del tipo de cambio, y ello supone que intentarán anticiparse al deterioro de las condiciones en la economía.

En la experiencia venezolana, la formación de expectativas se ha visto reflejada en la tendencia seguida por el tipo de cambio del mercado paralelo, lo cual es particularmente notorio bajo el actual régimen de cambios múltiples, ya que la renuencia gubernamental a devaluar ha generado tal rezago que la relación entre el tipo de cambio del mercado negro y la tasa oficial más baja ya es de 100 a 1.

La rapidez con que la formación de expectativas influye sobre la economía real explica la segunda razón tras el fracaso del régimen de cambios diferenciales en Venezuela: la medida tiende a permanecer vigente durante demasiado tiempo. De acuerdo con autores como Kiguel y O'Connell (1994; 1995), el esquema de tipos de cambios múltiples debe ser considerado una estrategia de muy breve aliento, pensada para atender un escollo transitorio en la balanza de pagos causado por el vencimiento de un volumen importante de deuda en el corto plazo. Estos investigadores mencionan en sus trabajos que el sistema de cambios diferenciales ha demostrado perder eficacia entre seis y nueve meses después de su introducción (Kiguel y O'Connell, 1994 y 1995). No obstante, en Venezuela la segmentación del mercado cambiario tiende a mantenerse operativa durante años cada vez que se implementa, y este detalle es clave

para comprender por qué la economía se muestra tan desequilibrada cuando el esquema de cambios múltiples se desmonta.

La formación de expectativas y el aplazamiento de los ajustes macroeconómicos también actúan en conjunto para hacer de la tasa de cambio del mercado paralelo la referencia para la fijación de los precios de los bienes y servicios en la economía. Esto ocurre una vez que la demanda de divisas al tipo de cambio oficial sobrevaluado sobrepasa la capacidad del gobierno de ofrecer moneda extranjera, con lo cual la demanda comienza a migrar al mercado negro, y por ello ocurre la indexación de los precios nacionales a la tasa paralela. En este punto se manifiesta la tercera fuente de socavamiento del esquema de cambios diferenciales, a saber, el sistema deja de ser capaz de proteger la cuenta de reservas internacionales y la estabilidad de los precios internos. Podría incluso afirmarse que al cruzarse este umbral la moneda nacional se convierte en blanco fácil de cualquier ataque especulativo.

El último de los factores capaces de precipitar el hundimiento del régimen de cambios múltiples resulta del hecho de que este mecanismo cambiario posee equilibrios inestables siempre que el gobierno mantenga un déficit fiscal. Esta característica del sistema fue comprobada por Ricardo Hausmann (1995), quien encontró que en presencia de un déficit fiscal los incrementos en la oferta de dinero causan una apreciación de la tasa de cambio oficial, menoscabando aún más las cuentas fiscales, y dando un nuevo impulso a la expansión monetaria. Bajo esta dinámica, de acuerdo con Hausmann, el tipo de cambio oficial pierde toda credibilidad y, el gobierno se ve obligado a devaluar periódicamente como parte de sus esfuerzos por intentar reducir la

oferta de dinero a través de un deterioro de la balanza de pagos; pero el alivio resultante es efímero, ya que tanto la cuenta corriente como la cuenta capital se han vuelto variables exógenas bajo la influencia del tipo de cambio paralelo. Esto significa que las exportaciones, las importaciones y los inventarios pasan a estar bajo el influjo del tipo de cambio del mercado negro, y cada incremento del mismo acelera el advenimiento de la siguiente devaluación, razón por la cual el sistema puede ser descrito como un *leaping peg* (Hausmann, 1995). El carácter inestable del régimen de cambios múltiples es el factor que genera la mayor cantidad de inercia en el deterioro del esquema una vez que comienza a decaer, en vista de que la ampliación del diferencial cambiario causa que su efecto lesivo sobre la economía real se acrecienta, y con ello se acumulan más desequilibrios cambiarios capaces de generar un nuevo salto en la tasa de cambio del mercado paralelo.

A partir de este análisis se comprobó que el régimen de cambios diferenciales se ha convertido en una fuente de desequilibrios macroeconómicos en el país, conclusión que se desprende de los más de 30 años de experiencia bajo la implementación de este mecanismo cambiario en la nación, en las tres etapas en las cuales el sistema ha sido introducido. También se ha dilucidado que los desajustes macroeconómicos son una externalidad causada por la tendencia mostrada por las autoridades a abusar de la segmentación del mercado cambiario, ignorando las limitaciones inherentes a dicha estrategia de política cambiaria.

Adicionalmente, este trabajo ha ahondado en las razones que incentivan al gobierno venezolano a insistir en segmentar el mercado cambiario, a pesar de los

continuos fracasos en que han resultado tales experimentos, encontrando que está en la naturaleza del rentismo petrolero intentar maximizar la captación de ingresos a partir de la explotación de la industria de los hidrocarburos, y a tales efectos, el régimen de cambios diferenciales resulta la herramienta perfecta para optimizar la captación de rentas y al mismo tiempo subsidiar el funcionamiento de la economía no petrolera con estos recursos, con lo cual se consigue encubrir temporalmente la falta de competitividad de este sector a nivel internacional.

En el presente trabajo, la historia de los regímenes cambiarios que se han implementado en Venezuela desde el primer tercio del siglo XX se presentó en función de los desequilibrios macroeconómicos que se pusieron de manifiesto con cada nueva decisión gubernamental, y haciendo mención al trasfondo político que inspiraba la escogencia de cada estrategia. Asimismo, se explicó el sesgo en la política económica venezolana que ha hecho del régimen de cambios diferenciales la medida más utilizada por las autoridades nacionales desde que ocurriera la primera intervención estatal en el mercado cambiario, a mediados de la década de 1930. De esta manera, se expuso el accionar de los hacedores de políticas para explicar su apego a un régimen que ha demostrado ser ineficiente, en lo cual ha jugado un papel importante el ciclo político. Finalmente, se presentaron las bases de un amplio programa de reformas fiscales, monetarias y cambiarias que permitan a la economía superar los desajustes creados por la más reciente implementación del régimen de cambios múltiples, y para ello se refirió la experiencia de otras naciones que han atravesado circunstancias similares y en el proceso han encontrado en el uso de *swaps* cambiarios un instrumento muy útil para

acelerar el proceso de recuperación de sus economías, o simplemente para ampliar su accionar en momentos en que las medidas ortodoxas de intervención económica resultan ineficaces por si solas. En este apartado existen numerosas menciones al papel que la actuación de los decisores políticos ha jugado tanto a nivel nacional como internacional en la creación y superación de las crisis económicas, y se apunta el rol que la voluntad política habrá de tener en la resolución de la crisis que atraviesa Venezuela en la actualidad.

La percepción sobre el punto crítico que ha alcanzado la situación económica venezolana en años recientes fue precisamente la razón que ha llevado a este trabajo a trascender el mero diagnóstico del contexto económico, para incluir también una hoja de ruta para salir de la crisis, y dentro de esta asignar una responsabilidad especial a los *swaps* cambiarios.

El primer paso de este programa consiste en mostrar al mercado la disposición gubernamental a hacer reformas, lo cual implica realizar ajustes fiscales y tributarios, levantar el control de precios sobre los bienes internos, y más importante aún, unificar el mercado cambiario. Al respecto, y tras consultar la bibliografía que versa sobre los procesos de unificación cambiaria, se llegó a la conclusión de que al desmontar el régimen de cambios múltiples lo ideal para la economía sería la introducción de un régimen de *crawling peg*. Este esquema serviría al propósito de dirigir la formación de expectativas del público si se ubicara la tasa de depreciación de la moneda por debajo de los objetivos de inflación del BCV, indicando a los agentes económicos que el control de la inflación que se origina a partir del precio de los bienes importados forma



parte del programa, al tiempo que se informa claramente de la senda a seguir por el paquete de ajustes. Esta cualidad del mecanismo de *crawling peg* es con toda seguridad la característica que lo convierte en el mecanismo adecuado para el programa de ajustes macroeconómicos, por delante de opciones como un sistema de bandas cambiarias o de libre flotación del tipo de cambio, los cuales no permiten la administración del tipo de cambio ni ejercer el influjo necesario sobre las expectativas de los agentes económicos.

No obstante, es de resaltar que el *crawling peg* apenas actuaría como régimen cambiario de transición, y una vez alcanzado el objetivo de estabilizar el tipo de cambio oficial, cerrando significativamente la brecha con el tipo de cambio paralelo, el mismo habrá de dar paso a alternativas que no requieran de la intervención frecuente del Estado para defender la tasa de cambio.

Por otro lado, sería ingenuo pensar que desplegar un esquema de minidevaluaciones es suficiente para estabilizar el convulsionado mercado cambiario nacional, que ya acumula trece años bajo un férreo control de cambio, y cinco de ellos bajo la segmentación cambiaria. Es por ello que el presente trabajo dispuso estudiar la adaptación de un derivado financiero, los *swaps* cambiarios, para su uso por parte del Banco Central de Venezuela, como mecanismo de soporte a la estrategia cambiaria para corregir los desajustes creados por el régimen de cambios múltiples.

Los *swaps* nacen en la industria financiera, pero su versatilidad les permitió ser ampliamente adoptados por la banca central con fines muy diversos. En el caso

venezolano, en ausencia de un mercado de derivados financieros, esta herramienta se implementaría a manera de contrato bilateral entre la autoridad monetaria y sus contrapartes, que se estima que sea la banca comercial privada. Lo que hace especial a los *swaps* es que desde el punto de vista del BCV, este derivado financiero permitiría en simultáneo: inyectar divisas al mercado nacional sin que ello signifique diezmar las reservas internacionales del país, y realizar operaciones regulares de administración de la base monetaria. En el cumplimiento de estos objetivos los *swaps* cambiarios facilitarían la reactivación del sector exportador de la economía nacional, apartado al cual estaría reservado el beneficio de acceder a moneda extranjera negociada por esta vía. Con ello se espera reformar la dinámica típica del rentismo petrolero, pues si bien es cierto que el grueso de las divisas que alimentarían este mecanismo provendrían en principio de la industria nacional de hidrocarburos, lo que se propone es invertir parte de los ingresos petroleros del país para diversificar el catálogo nacional de productos de exportación, poniendo a disposición del sector de bienes transables las divisas necesarias para su operatividad, sin que ello suponga la extensión de subsidios o condiciones especiales, “forzando” a las empresas a ser competitivas para continuar en el mercado.

Finalmente, fue considerada la obligación del gobierno de atender al sector importador cuya deuda en divisas se hizo copiosa en medio del desequilibrado contexto macroeconómico que resultó de la segmentación cambiaria. Esto llevó a identificar la necesidad de establecer una serie de subastas extraordinarias de divisas durante el periodo de transición que supondrá el despliegue del *crawling peg*. Las subastas

tendrían por objeto reactivar la actividad importadora, al eliminar el lastre que supone para el sector su deuda internacional, la cual impide que la industria pueda acceder a créditos en el extranjero.

Así, el análisis de los efectos macroeconómicos adversos que ha causado el régimen de cambios diferenciales en Venezuela, tanto en el siglo pasado como en la contemporaneidad, ha sido complementado con la propuesta de un plan integral para recuperar la economía nacional, que da cabida a la adaptación de una nueva herramienta: los *swaps* cambiarios; de la cual se espera que permita fortalecer la capacidad de respuesta del Banco Central de Venezuela frente a la crisis económica que agobia al país, y que en conjunto con el paquete de reformas e iniciativas aquí planteadas, faciliten la rápida erradicación de las distorsiones que mantienen a la economía venezolana hundida en la recesión, bajo una escasez generalizada de productos y acosada por la inflación. Sirva este aporte a los fines de enriquecer el debate sobre la senda que debe seguir el país para retomar el tren del desarrollo.

## Bibliografía

AFP (29/07/2015). “Venezuela remata títulos de deuda y activos”. Diario 2001 [Prensa en línea] Consultado el 23/11/2015. Disponible en: <http://www.2001.com.ve/en-la-agenda/104901/venezuela-remata-titulos-de-deuda-y-activos.html>

Aizenman, Joshua; Jinjark, Yothin y Park, Donghyun (2010). *International reserves and swap lines: substitutes or complements?* Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 15 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 17/04/2014. Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w15804.pdf>

Alemán, Eugenio (2011). *The Brazilian Exchange rate conundrum*. Wells Fargo Securities, 8 pp. [Fuente electrónica] Consultado en 17/04/2014. Disponible en: [http://www.realclearmarkets.com/blog/BrazilianExchangeRate\\_06302011%5B1%5D.pdf](http://www.realclearmarkets.com/blog/BrazilianExchangeRate_06302011%5B1%5D.pdf)

Armas, Mayela (09/08/2011). “PDVSA estructura gasto paralelo a través de 9 fondos especiales”. El Universal [Prensa en línea] Consultado el 07/01/2015. Disponible en: <http://www.eluniversal.com/2011/08/09/pdvsa-estructura-gasto-paralelo-a-traves-de-9-fondos-especiales>

Avellán, Leopoldo (SF). “Parallel exchange rates and economic performance in developing countries: is the medicine worse than the disease?” *Revista FLAR*,

pp. 3-37. [Fuente electrónica] Consultado el 20/11/2014. Disponible en:  
[https://www.flar.net/documentos/434\\_Revista2-Avellan.pdf](https://www.flar.net/documentos/434_Revista2-Avellan.pdf)

Balza, Ronald (2006). *Sobre la propuesta de una reforma monetaria para Venezuela*, 36 pp. Temas de Coyuntura, Número 53, Junio 2006. [Revista en Línea]. Consultado el 25/10/2015. Disponible en:  
<http://revistasenlinea.saber.ucab.edu.ve/temas/index.php/temasdecoyuntura/article/view/1627/1415>

Banco Central de Filipinas (2015). *Chiang Mai Initiative Multilateralization*. Manila: Bangko Sentral ng Pilipinas, 3 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 17/10/2015. Disponible en:  
<http://www.bsp.gov.ph/downloads/publications/faqs/cmim.pdf>

Banco de Canadá (2013). *Bank of Canada and other central banks announce that existing temporary bilateral liquidity swap arrangements will be converted into standing arrangements*. [Página Web en línea] Consultado el 23/11/2014. Disponible en: <http://www.bankofcanada.ca/2013/10/bank-canada-and-other-central-banks-announce-existing-temporary-bilateral/>

Banco de Japón (SF). *Cooperation with other central banks*. [Página Web en línea] Consultado el 15/10/2014. Disponible en:  
[http://www.boj.or.jp/en/intl\\_finance/cooperate/index.htm/](http://www.boj.or.jp/en/intl_finance/cooperate/index.htm/)

Banco Nacional Suizo (SF). *Questions and answers on foreign exchange swaps*.

[Página Web en línea] Consultado el 13/12/2014. Disponible en:  
[http://www.snb.ch/en/ifor/public/qas/id/qas\\_swaps](http://www.snb.ch/en/ifor/public/qas/id/qas_swaps)

----- (2012). *Swap agreement between the Swiss National Bank and the National Bank of Poland*. Zurich: Banco Nacional Suizo, 1 p. [Fuente electrónica] Consultado el 16/04/2014. Disponible en:  
[http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20120625/source/pre\\_20120625.en.pdf](http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20120625/source/pre_20120625.en.pdf)

----- (2014). *Renminbi swap agreement and granting of a renminbi investment quota to the Swiss National Bank*. Zurich: Banco Nacional Suizo, 1 p. [Fuente electrónica] Consultado el 16/04/2014. Disponible en:  
[http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre\\_20140721/source/pre\\_20140721.en.pdf](http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20140721/source/pre_20140721.en.pdf)

BBC Mundo (18/06/2015). “Venezuela vende refinería en EE.UU. para ‘salir de activos no estratégicos’”. BBC [Prensa en línea] Consultado el 23/11/2015. Disponible en:  
[http://www.bbc.com/mundo/noticias/2015/06/150618\\_venezuela\\_vende\\_refineria\\_dp](http://www.bbc.com/mundo/noticias/2015/06/150618_venezuela_vende_refineria_dp)

BCV (2006). *Informe Económico 2005*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 239 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 13/11/2014. Disponible en:  
<http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/Infoeco2005.pdf>

- (2007). *Informe Económico 2006*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 242 pp.  
[Fuente electrónica] Consultado el 13/11/2014. Disponible en:  
<http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infoeco2006.pdf>
- (2008). *Informe Económico 2007*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 315 pp.  
[Fuente electrónica] Consultado el 13/11/2014. Disponible en:  
<http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infoeco2007.pdf>
- (2009). *Informe Económico 2008*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 241 pp.  
[Fuente electrónica] Consultado el 13/11/2014. Disponible en:  
<http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infoeco2008.pdf>
- (2010). *Informe Económico 2009*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 2451  
pp. [Fuente electrónica] Consultado el 13/11/2014. Disponible en:  
<http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infoeco2009.pdf>
- (2010b). *Boletín de Indicadores Semanales. Semana #52*. Caracas: Banco Central  
de Venezuela, 60 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 03/03/2015.  
Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/bs522010.pdf>
- (2011). *Informe Económico 2010*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 269 pp.  
[Fuente electrónica] Consultado el 13/11/2014. Disponible en:  
<http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infoeco2010.pdf>

- (2011b). *Boletín de Indicadores Semanales. Semana #52*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 56 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 03/03/2015. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/bs522011.pdf>
- (2012). *Informe Económico 2011*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 248 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infoeco2011.pdf>
- (2012b). *Boletín de Indicadores Semanales. Semana #52*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 55 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 03/03/2015. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/bs522012.pdf>
- (2013). *Informe Económico 2012*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 267 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 14/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infoeco2012.pdf>
- (2013b). *Boletín de Indicadores Semanales. Semana #52*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 56 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 03/03/2015. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/bs522013.pdf>
- (26/11/2013c). “US\$ 4.121 millones fue el saldo positivo de la cuenta corriente durante el tercer trimestre de 2013”. Banco Central de Venezuela [Prensa en línea] Consultado el 03/03/2015. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/c4/notasprensa.asp?Codigo=11031&Operacion=2&Secc=False>



- (2014). *Boletín de Indicadores Semanales. Semana #52*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 56 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 03/03/2015. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/bs522014.pdf>
- (2014b). *Resultados de la Economía durante el año 2014*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 10 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 03/03/2015. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Comunicados/aviso301214.pdf>
- (2015). *Boletín de Indicadores Semanales. Semana #46*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 56 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 18/02/2016. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/bs462015.pdf>
- (2015b). *Resultados del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Producto Interno Bruto y Balanza de Pagos – Tercer trimestre de 2015*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 12 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 18/02/2016. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Comunicados/aviso150116.pdf>
- (2015c). *Resultados del Índice Nacional de Precios al Consumidor, Producto Interno Bruto y Balanza de Pagos – Cuarto trimestre de 2015 – cierre del año 2015*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 11 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 18/02/2016. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Comunicados/aviso180216.pdf>

----- (2016). *Liquidez monetaria en poder del público*. [Datos en Línea] Consultado el 20/04/2016. Disponible en: [http://www.bcv.org.ve/excel/1\\_2\\_1.xls?id=47](http://www.bcv.org.ve/excel/1_2_1.xls?id=47)

----- (2016b). *Reservas Internacionales*. [Datos en Línea] Consultado el 20/04/2016. Disponible en: [http://www.bcv.org.ve/excel/2\\_1\\_1.xls?id=459](http://www.bcv.org.ve/excel/2_1_1.xls?id=459)

BCV e INE (2013). *Índice Nacional de precios al consumidor en los meses de Noviembre y Diciembre de 2013*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 56 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 07/01/2015. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Comunicados/aviso301213.pdf>

Belisario, Alejandro., Loyo, Edgar., Manzanilla, Francisco., Martínez, Catherine., y Di Pasquale, Elizabeth (2000). *Modalidades de participación del BCV en el mercado cambiario. Febrero 1983/Diciembre 1999*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 17 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 18/10/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/tecnic10.pdf>

Bellanger, Elsy (2009). *El mercado permuta de títulos valores. Un mecanismo de obtención de divisas en una política de control cambiario en Venezuela. (2003-2009)* [Documento en línea] Consultado el 30/06/2014. Disponible en: <http://biblioteca2.ucab.edu.ve/anexos/biblioteca/marc/texto/AAR6662.pdf>

Bevilaqua, Afonso y Azevedo, Rodrigo (2005). “Provision of FX hedge by the public sector: the Brazilian experience”, pp. 119-126, en Bank for International

Settlements (2005). [Fuente electrónica] Consultado en 08/06/2014.

Disponible en: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap24.htm>

Black, Jeff (2013). *Central banks make swaps permanent as crisis backstop*. [Página

Web en línea] Consultado el 15/11/2014. Disponible en:

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-10-31/ecb-makes-crisis-cash->

[lines-at-central-banks-permanent](http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-10-31/ecb-makes-crisis-cash-lines-at-central-banks-permanent)

BNP Paribas (2013). *Emerging economies and country risk*. Francia: BNP Paribas, 29

pp. [Fuente electrónica] Consultado en 18/05/2014. Disponible en:

<http://economic->

[research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&Id](http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&Id)

[Pdf=23015](http://economic-research.bnpparibas.com/Views/DisplayPublication.aspx?type=document&IdPdf=23015)

Boyd, Sebastian (10/02/2016). “Venezuela’s descent into world’s riskiest sovereign

credit: Q&A”. Bloomberg Business [Prensa en línea] Consultado el

18/02/2016. Disponible en: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016->

[02-10/venezuela-s-descent-into-world-s-riskiest-sovereign-credit-q-a](http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-10/venezuela-s-descent-into-world-s-riskiest-sovereign-credit-q-a)

BP (2014). *Statistical Review of World Energy 2014*. [Datos en Línea] Consultado el

17/11/2014. Disponible en: <http://www.bp.com/en/global/corporate/about->

[bp/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/review-by-energy-](http://www.bp.com/en/global/corporate/about-bp/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/review-by-energy-)

[type/oil/oil-prices.html](http://www.bp.com/en/global/corporate/about-bp/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/review-by-energy-type/oil/oil-prices.html)

Chey, Hyoung-kyu (2012). *Why did the US Federal Reserve unprecedentedly offer swap lines to emerging market economies during the global financial crisis? Can we expect them again in the future?* Tokio: National Graduate Institute for Policy Studies, 16 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 03/05/2014. Disponible en: <http://www.grips.ac.jp/r-center/wp-content/uploads/11-18.pdf>

CNN Español (22/01/2016). “FMI pronostica que Venezuela tendrá inflación de 720% en 2016”. CNN en Español [Prensa en línea] Consultado el 18/02/2016. Disponible en: <http://cnnespanol.cnn.com/2016/01/22/fmi-pronostica-que-venezuela-tendra-inflacion-de-720-en-2016/>

*Convenio Cambiario N° 1* (2003, Febrero 5). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 37.625 [Transcripción en línea] Consultado el 13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio1.asp>

*Convenio Cambiario N° 9* (2005, Septiembre 15). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 38.818 [Transcripción en línea] Consultado el 13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio9.asp>

*Convenio Cambiario N° 10* (2005, Diciembre 10). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 38.336 [Transcripción en línea] Consultado el 13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio10.asp>

*Convenio Cambiario N° 12* (2010, Julio 15). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 39.485 [Transcripción en línea] Consultado el 13/11/2014.

Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio12ago10.pdf>

*Convenio Cambiario N° 13* (2009, Diciembre 3). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 39.320 [Transcripción en línea] Consultado el

13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio13.pdf>

*Convenio Cambiario N° 14* (2010, Enero 8). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 39.342 [Transcripción en línea] Consultado el 13/11/2014.

Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio14b.pdf>

*Convenio Cambiario N° 20* (2012, Junio 14). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 40.002 [Transcripción en línea] Consultado el

13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio20.pdf>

*Convenio Cambiario N° 21* (2013, Marzo 18). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 40.134 [Transcripción en línea] Consultado el

13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio21.pdf>

*Convenio Cambiario N° 22* (2013, Julio 2). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 40.199 [Transcripción en línea] Consultado el 13/11/2014.

Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio22.pdf>

*Convenio Cambiario N° 24* (2013, Diciembre 30). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 40.324 [Transcripción en línea] Consultado el 13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio24.pdf>

*Convenio Cambiario N° 27* (2014, Marzo 10). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 40.368 [Transcripción en línea] Consultado el 13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio27.pdf>

*Convenio Cambiario N° 28* (2014, Abril 3). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 40.387 [Transcripción en línea] Consultado el 13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio28.pdf>

*Convenio Cambiario N° 30* (2014, Septiembre 23). Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 40.504 [Transcripción en línea] Consultado el 13/11/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio30.pdf>

*Convenio Cambiario N° 32* (2014, Diciembre 30). Gaceta Oficial Extraordinaria de la República Bolivariana de Venezuela N° 6.167 [Transcripción en línea] Consultado el 16/02/2015. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio32.pdf>

*Convenio Cambiario N° 33* (2015, Febrero 10). Gaceta Oficial Extraordinaria de la República Bolivariana de Venezuela N° 6.171 [Transcripción en línea] Consultado el 16/02/2015. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/ley/convenio33.pdf>

Cui, Carolyn (08/02/2016). “Venezuela faces test on debt”. The Wall Street Journal [Prensa en línea] Consultado el 18/02/2016. Disponible en: <http://www.wsj.com/articles/venezuela-faces-test-on-debt-1454966845>

Cumby, Robert y van Wijnbergen, Sweder (1987). *Financial policy and speculative runs with a crawling peg: Argentina 1979-1981*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 23 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 03/05/2014. Disponible en: [https://www.researchgate.net/publication/4957073\\_Financial\\_Policy\\_and\\_Speculative\\_Runs\\_with\\_A\\_Crawling\\_Peg\\_Argentina\\_1979-1981](https://www.researchgate.net/publication/4957073_Financial_Policy_and_Speculative_Runs_with_A_Crawling_Peg_Argentina_1979-1981)

*Decreto Supremo N° 21060* (1985, Agosto 29) [Transcripción en línea] Consultado el 08/06/2014. Disponible en: <http://www.riosmauricio.com/wp-content/uploads/2012/11/Decreto-21060-del-29-de-agosto-de-1985.pdf>

De Lara, Alfonso (2005). *Productos financieros derivados: Instrumentos, valuación y cobertura de riesgos*. México: Limusa, 186 pp.

Durden, Tyler (2012). *Chile is the latest country to launch renminbi swaps and settlement*. [Página Web en línea] Consultado el 03/04/2014. Disponible en: <http://www.zerohedge.com/news/chile-latest-country-launch-renminbi-swaps-and-settlement>

English, William; J. David López-Salido y Robert Tetlow (2013). *The Federal Reserve's Framework for Monetary Policy – Recent Changes and New*

*Questions*. [Fuente electrónica] Consultado el 15/08/2014. Disponible en:  
<http://www.imf.org/external/np/res/seminars/2013/arc/pdf/english.pdf>

El Nacional (05/01/2016). “Inflación de 2015 cerró en 270,7%”. El Nacional [Prensa en línea] Consultado el 18/02/2016. Disponible en: [http://www.elnacional.com/economia/Inflacion-cerro\\_0\\_769123206.html](http://www.elnacional.com/economia/Inflacion-cerro_0_769123206.html)

El Universal (21/01/2015). “FMI proyecta que economía venezolana se contraerá 7% en 2015”. El Universal [Prensa en línea] Consultado el 03/07/2015. Disponible en: <http://www.eluniversal.com/economia/150121/fmi-proyecta-que-economia-venezolana-se-contraera-7-en-2015>

Fleming, Michael y Klagge, Nicholas (2010). *The Federal Reserve's foreign exchange swap lines*, 7 pp. Current issues in Economics and Finance, Vol. 16, Número 4. [Revista en Línea]. Consultado el 25/10/2012. Disponible en: [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/current\\_issues/ci16-4.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/current_issues/ci16-4.pdf)

García, Ileana (01/12/2011). “Escasez de alimentos aumentó, dice Datanálisis”. Últimas Noticias [Prensa en línea] Consultado el 18/02/2016. Disponible en: <http://www.ultimasnoticias.com.ve/noticias/actualidad/economia/escasez-de-alimentos-aumento,-dice-datanalisis.aspx>

Garcia, Márcio (2013). *Should Brazil's central bank be selling foreign reserves?* [Página Web en línea] Consultado el 30/04/2014. Disponible en:



<http://www.voxeu.org/article/should-brazil-s-central-bank-be-selling-foreign-reserves>

Ghei, Nita y Kiguel, Miguel (1992). *Dual and multiple Exchange rate systems in developing countries. Some empirical evidence*. Washington: Banco Mundial, 36 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 17/11/2014. Disponible en: [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1992/04/01/000009265\\_3961002172352/Rendered/PDF/multi0page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1992/04/01/000009265_3961002172352/Rendered/PDF/multi0page.pdf)

Goldberg, Linda; Kennedy, Craig y Miu, Jason (2011). *Central Bank dollar swap lines and overseas dollar funding costs*, 18 pp. FRBNY Economic Policy Review, Mayo 2011 [Revista en Línea]. Consultado el 25/10/2012. Disponible en: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/11v17n1/1105g-old.pdf>

Guerra, José (2004). “La política cambiaria en Venezuela: el debate inicial”, pp. 15-30, en Guerra y Pineda (comps.) (2004). [Fuente electrónica] Consultado el 15/10/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/temaspolcambven.pdf>

----- (SF). *Cambios diferenciales y desvalorización del bolívar. En el mercado libre*. Caracas: Fundación Centro Gumilla, 3 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 06/11/2014. Disponible en: [http://gumilla.org/biblioteca/bases/biblo/texto/SIC1988506\\_257-259.pdf](http://gumilla.org/biblioteca/bases/biblo/texto/SIC1988506_257-259.pdf)

Guerra, José y Pineda, Julio (comps.) (2004a). *Temas de política cambiaria en Venezuela*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 179 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 15/10/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/temaspolcambven.pdf>

----- (2004b). “Trayectoria de la política cambiaria en Venezuela”, pp. 63-106, en Guerra y Pineda (comps.) (2004). [Fuente electrónica] Consultado el 15/10/2014. Disponible en: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/temaspolcambven.pdf>

Hammond, G.M. (1987). *Recent developments in the swap market*. Londres: Banco de Inglaterra, 14 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 15/06/2014. Disponible en: <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/qb/1987/qb87q16679.pdf>

Hausmann, Ricardo (1995). *Dealing with negative oil shocks: The Venezuelan experience in the eighties*. Washington: BID, 48 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 03/10/2014. Disponible en: <http://publications.iadb.org/bitstream/handle/11319/6066/Dealing%20with%20Negative%20Oil%20Shocks%3a%20The%20Venezuelan%20Experience%20in%20the%20Eighties.pdf?sequence=1>

Hausmann, Ricardo; Gavin, Michael; Pagés-Serra, Carmen y Stein, Ernesto (1999). *Financial turmoil and the choice of exchange rate regime*. Washington: BID,

35 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 03/10/2014. Disponible en:  
<http://www.claaf.org/documents/Hausmann-financial.pdf>

Hausmann, Ricardo y Rodríguez, Francisco (eds.) (SF). *Venezuela: anatomy of a collapse*. EE.UU.: 555 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 14/11/2014.  
Disponible en:  
[http://frrodriguez.web.wesleyan.edu/docs/Books/Venezuela\\_Anatomy\\_of\\_a\\_Collapse.pdf](http://frrodriguez.web.wesleyan.edu/docs/Books/Venezuela_Anatomy_of_a_Collapse.pdf)

----- (2006). “Why did Venezuelan growth collapse?”, pp. 26-71, en  
Hausmann y Rodríguez (eds.) (SF). [Fuente electrónica] Consultado el  
14/11/2014. Disponible en:  
[http://frrodriguez.web.wesleyan.edu/docs/Books/Venezuela\\_Anatomy\\_of\\_a\\_Collapse.pdf](http://frrodriguez.web.wesleyan.edu/docs/Books/Venezuela_Anatomy_of_a_Collapse.pdf)

Ho, Prudence (18/06/2015). “Venezuela oil loans go awry for China”. *The Wall Street Journal* [Prensa en línea] Consultado el 18/02/2016. Disponible en:  
<http://www.wsj.com/articles/venezuela-oil-loans-go-awry-for-china-1434656360>

Hooyman, Catharina (1993). *The use of foreign exchange swaps by Central Banks: a survey*, 30 pp. IMF Working Paper, WP/93/64. [Revista en línea] Consultado el 13/11/2012. Disponible en:  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=883543](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=883543).

ICMA (2015). *Frequently asked questions on repo*. [Fuente electrónica] Consultado el 17/03/2016. Disponible en: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-asked-questions-on-repo/>

INE (2014). *Valor FOB de las Exportaciones No Petroleras efectuadas por Venezuela 2006-2014*. [Datos en Línea] Consultado el 17/11/2014. Disponible en: [http://www.ine.gov.ve/index.php?option=com\\_content&view=category&id=48&Itemid=33](http://www.ine.gov.ve/index.php?option=com_content&view=category&id=48&Itemid=33)

Jelmayer, Rogelio y Lewis, Jeffrey (2015). *Brazil forex market shrugs off end to central bank swap auctions*. [Página Web en línea] Consultado el 30/06/2015. Disponible en: <https://www.gfmag.com/topics/syndicate/33912486-brazil-forex-market-shrugs-off-end-to-central-bank-swap-auctions-update>

Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (SF). *Frequently asked questions: U.S. dollar and foreign currency liquidity swaps*. [Página Web en línea] Consultado el 25/11/2014. Disponible en: [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_swapfaqs.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_swapfaqs.htm)

----- (SFb). *Central bank liquidity swaps*. [Página Web en línea] Consultado el 25/11/2014. Disponible en: [http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst\\_liquidityswaps.htm](http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm)

Kiff, John; Ron, Uri y Ebrahim, Shafiq (2001). *The Federal Government's use of interest rate swaps and currency swaps*. Ottawa: Banco de Canadá, 12 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 04/05/2014. Disponible en: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/kiffe.pdf>

Kiguel, Miguel y Lizondo, José (1986). *Theoretical and policy aspects of dual Exchange rate systems*. Washington: Banco Mundial, 64 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 04/11/2014. Disponible en: [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2013/06/05/000442464\\_20130605121133/Rendered/PDF/DRD2010Box37770exchange0rate0systems.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2013/06/05/000442464_20130605121133/Rendered/PDF/DRD2010Box37770exchange0rate0systems.pdf)

Kiguel, Miguel y O'Connell, Stephen (1994). *Parallel exchange rates in developing countries. Lessons from eight case studies*. Washington: Banco Mundial, 62 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 05/11/2014. Disponible en: [http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/IW3P/IB/1994/03/01/000009265\\_3961006052257/Rendered/PDF/multi0page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/IW3P/IB/1994/03/01/000009265_3961006052257/Rendered/PDF/multi0page.pdf)

----- (1995). "Parallel Exchange rates in developing countries." *The World Bank Research Observer*, 10, 1 (febrero 1995), pp. 21-52). [Fuente electrónica] Consultado el 05/11/2014. Disponible en: [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1995/02/01/000009265\\_3970716143710/Rendered/PDF/multi0page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/1995/02/01/000009265_3970716143710/Rendered/PDF/multi0page.pdf)

Kohlscheen, Emanuel y Andrade, Sandro (2013). *Official intervention through derivatives: affecting the demand for foreign exchange*. Brasilia: Banco Central de Brasil, 48 pp. [Fuente electrónica] Consultado en 12/05/2014. Disponible en: <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps317.pdf>

La Nación (2014). *Antes de fin de año entrarían entre 500 y 1000 millones de dólares por el swap con China*. [Página Web en línea] Consultado el 25/11/2014. Disponible en: <http://www.lanacion.com.ar/1725380-antes-de-fin-de-ano-entrarian-entre-500-y-1000-millones-de-dolares-por-el-swap-con-china>

Lima, Mario y Malinowski, Matthew (2014). *Tombini says Brazil swaps program has 'fully achieved' goals*. [Página Web en línea] Consultado el 13/12/2014. Disponible en: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2014-12-09/brazil-s-tombini-says-swaps-program-has-fully-achieved-goals>

López, Frank (01/02/2015). “Venezuela afina estrategia para cobrar a Petrocaribe”. El Universal [Prensa en línea] Consultado el 03/02/2016. Disponible en: <http://www.eluniversal.com/internacional/150201/venezuela-afina-estrategia-para-cobrar-a-petrocaribe>

Lough, Richard (2014). *Argentina says discusses mechanism of currency swaps with China*. [Página Web en línea] Consultado el 25/11/2014. Disponible en: <http://uk.reuters.com/article/uk-argentina-debt-china-idUKKBN0H20QT20140908>

----- (2014b). *Argentina to receive initial currency swap tranche by end 2014 - La Nacion newspaper*. [Página Web en línea] Consultado el 03/10/2014. Disponible en: <http://finance.yahoo.com/news/argentina-receive-initial-currency-swap-192322909.html>

Mayobre, J.A. (1944). *La paridad del bolívar. Obras Escogidas 1982*. Caracas: Banco Central de Venezuela. [Cita de cita] En Guerra, José y Pineda, Julio (comps.) (2004a). *Temas de política cambiaria en Venezuela*. Caracas: Banco Central de Venezuela, 179 pp.

Ministerio del Poder Popular de Economía y Finanzas (2012). *Indicadores y Variables de la Deuda Pública Nacional*. [Datos en Línea] Consultado el 03/07/2015. Disponible en: [http://www.mefbp.gob.ve/index.php?option=com\\_content&view=article&id=227&Itemid=340](http://www.mefbp.gob.ve/index.php?option=com_content&view=article&id=227&Itemid=340)

Ministerio del Poder Popular de Petróleo y Minería (SF). *Precios del Petróleo*. [Página Web en línea] Consultado el 03/07/2015. Disponible en: <http://www.mpetromin.gob.ve/portalmenpet/secciones.php?option=view&idS=45>

Morales, Juan Antonio (SF). *La experiencia populista de los años ochenta*. [Documento en línea] Consultado el 08/06/2014. Disponible en: <http://www.iisec.ucb.edu.bo/journal/articulos/1202.pdf>

Naishtat, Silvia (2014). *En medio de la tensión por el dólar aceleran un acuerdo clave con China*. [Página Web en línea] Consultado el 25/11/2014. Disponible en: [http://www.clarin.com/politica/medio-tension-aceleran-acuerdo-China\\_0\\_1208279257.html](http://www.clarin.com/politica/medio-tension-aceleran-acuerdo-China_0_1208279257.html)

Layrisse, Irene y Puente, Alejandro (1995). *Relevancia de la política cambiaria en el ajuste fiscal y el control de la inflación en Venezuela*, 17 pp. Temas de Coyuntura, Número 31. [Revista en Línea]. Consultado el 25/10/2015. Disponible en: <http://revistasenlinea.saber.ucab.edu.ve/temas/index.php/temasdecoyuntura/article/view/1799>

Obstfeld, Maurice; Shambaugh, Jay y Taylor, Alan (2009). *Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008*. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 23 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 17/04/2014. Disponible en: <http://www.nber.org/papers/w14826.pdf>

ONAPRE (2016). *Exposición de motivos del proyecto de Ley de Presupuesto para el ejercicio Económico Financiero 2016*. Caracas: Oficina Nacional de Presupuesto, 268 pp.

Pardo, Daniel (18/02/2016). “Venezuela: qué son y qué implican las 5 medidas económicas anunciadas por Maduro”. BBC Mundo [Prensa en línea] Consultado el 19/02/2016. Disponible en:



[http://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/02/160218\\_venezuela\\_anuncios\\_paquete\\_maduro\\_dp](http://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/02/160218_venezuela_anuncios_paquete_maduro_dp)

PDVSA (SF). *Misiones Sociales*. [Página Web en línea] Consultado el 21/11/2014.

Disponible en:

[http://www.pdvsa.com/index.php?tpl=interface.sp/design/readmenuprinc.tpl.html&newsid\\_temas=40](http://www.pdvsa.com/index.php?tpl=interface.sp/design/readmenuprinc.tpl.html&newsid_temas=40)

Ramírez, Juan y Miranda, Misael (1995). *Swap de divisas: un instrumento para*

*monetizar la economía boliviana*, 33 pp. Revista de Análisis Económico Vol.

12. [Revista en línea] Consultado el 08/06/2014. Disponible en:

[http://www.udape.gob.bo/portales\\_html/AnalisisEconomico/analisis/vol12/art06.pdf](http://www.udape.gob.bo/portales_html/AnalisisEconomico/analisis/vol12/art06.pdf)

Reuters (29/10/2015). “Venezuela comienza a vender oro para lograr liquidez y poder pagar su deuda”. El Economista [Prensa en línea] Consultado el 23/11/2015.

Disponible en:

<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/7109939/10/15/Venezuela-comienza-a-vender-oro-para-lograr-liquidez-y-pagar-su-deuda-en-dolares.html>

Reserva Federal del Banco de Nueva York (SF). *Central bank liquidity swaps*. [Página

Web en línea] Consultado el 25/11/2014. Disponible en:

[https://www.newyorkfed.org/markets/liquidity\\_swap.html](https://www.newyorkfed.org/markets/liquidity_swap.html)

Rivadeneira, Francisco y Dissou, Oumar (2011). *A model of the EFA liabilities*.

Ottawa: Banco de Canadá, 34 pp. [Fuente electrónica] Consultado el 04/05/2014. Disponible en: <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2011/12/dp2011-11.pdf>

Salmerón, Víctor (27/05/2014). “BCV reporta 20 alimentos básicos con escasez sobre

30%”. El Universal [Prensa en línea] Consultado el 07/01/2015. Disponible en:

<http://www.eluniversal.com/economia/140527/bcv-reporta-20-alimentos-basicos-con-escasez-sobre-30>

----- (15/06/2015). “5 claves sobre la escasez según la última encuesta de Datanálisis”.

Provinci [Prensa en línea] Consultado el 19/02/2016. Disponible en:

<http://prodavinci.com/blogs/5-datos-clave-sobre-la-escasez-segun-encuesta-de-datanalisis-por-victor-salmeron/>

Savastano, Miguel (1992). *Collapse of a crawling peg regime in the presence of a*

*government budget constraint*, 21 pp. IMF Staff Papers, Marzo 1992 [Revista

en Línea]. Consultado el 25/10/2014. Disponible en: [http://www.palgrave-](http://www.palgrave-journals.com/imfsp/journal/v39/n1/pdf/imfsp19923a.pdf)

[journals.com/imfsp/journal/v39/n1/pdf/imfsp19923a.pdf](http://www.palgrave-journals.com/imfsp/journal/v39/n1/pdf/imfsp19923a.pdf)

Schliesser, Reinier (2004). “Regímenes cambiarios para economías ricas en recursos

naturales: algunas ideas para la elección óptima del régimen cambiario en

Venezuela”, pp. 31-59, en Guerra y Pineda (comps.) (2004). [Fuente

electrónica] Consultado el 15/10/2014. Disponible en:

<http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/temaspolcambven.pdf>

Sojo, María (15/08/2015). “Venezuela dejó de recibir \$ 3,8 millardos de Petrocaribe”.

El Nacional [Prensa en línea] Consultado el 18/02/2016. Disponible en:

<http://www.el-nacional.com/economia/Venezuela-dejo-recibir-millardos->

[Petrocaribe\\_0\\_683331875.html](http://www.el-nacional.com/economia/Venezuela-dejo-recibir-millardos-Petrocaribe_0_683331875.html)

Stone, Mark; Walker, Christopher y Yasui, Yosuke (2009). *From Lombard Street to*

*Avenida Paulista: Foreign exchange liquidity easing in Brazil in response to*

*the global shock of 2008-09*, 36 pp. IMF Working Paper, WP/09/259. [Revista

en línea] Consultado en 08/06/2014. Disponible en:

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09259.pdf>

Sussangkarn, Chalongphob (2010). *The Chiang Mai Initiative Multilateralization:*

*Origin, Development and Outlook*, 20 pp. ADBI Working Paper Series, No.

230. [Revista en línea] Consultado el 17/10/2015. Disponible en:

<http://www.adb.org/sites/default/files/publication/156085/adbi-wp230.pdf>

Terajima, Yaz; Vikstedt, Harri y Witmer, Jonathan. (2010). *The impact of the financial*

*crisis on cross-border funding*. Ottawa: Banco de Canadá, 8 pp. [Fuente

electrónica] Consultado el 16/06/2014. Disponible en:

<http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2011/12/fsr-0610->

[terajima.pdf](http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2011/12/fsr-0610-terajima.pdf)

Velasco, Andrés (1999). *Exchange rate policies for developing countries: what have*

*we learned? What do we still not know?* Washington: Grupo de los 24, 38 pp.

[Fuente electrónica] Consultado el 16/10/2014. Disponible en:  
<http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/Research%20papers/velasco.pdf>

VTV (10/12/2013). “AN aprobó presupuesto para 2014 por 552 mil 632 millones de bolívares”. Venezolana de Televisión [Prensa en línea] Consultado el 18/02/2016. Disponible en: <http://www.vtv.gob.ve/articulos/2013/12/11/an-aprobo-presupuesto-para-2014-por-552-mil-632-millones-de-bolivares-9195.html>

Vyas, Kejal (01/09/2015). “Venezuela says China to give \$5 billion oil loan”. The Wall Street Journal [Prensa en línea] Consultado el 18/02/2016. Disponible en: <http://www.wsj.com/articles/venezuela-says-china-to-give-5-billion-oil-loan-1441159070>

Yamaoka, Hiromi y Murtaza Syed (2010). *Managing the exit: Lessons from Japan's reversal of unconventional monetary policy*. [Fuente electrónica] Consultado el 13/08/2014. Disponible en: [http://treasury-world.at/sites/default/files/IMF\\_Working%20Paper%2010114\\_05-2010.pdf](http://treasury-world.at/sites/default/files/IMF_Working%20Paper%2010114_05-2010.pdf)