

**UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS**

**EL EFECTO DEL CONTROL DE CAMBIO INTERNACIONAL SOBRE EL
MERCADO BURSÁTIL VENEZOLANO**

**GABRIEL PÉREZ ZEPPENFELDT C.I. 13.136.645
PROFESOR: REINALDO LÓPEZ FALCÓN**

**TRABAJO ESPECIAL DE GRADO PRESENTADO COMO REQUISITO PARA
OTORGAR AL TÍTULO DE ESPECIALISTA EN INSTITUCIONES
FINANCIERAS MENCIÓN FINANZAS INTERNACIONALES**

Mayo 2007

INDICE

INTRODUCCION	5
CAPITULO I. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	7
JUSTIFICACION	9
OBJETIVOS	9
ALCANCES Y LIMITACIONES	10
CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO	11
Régimen Cambiario y Tipos de Cambio	11
Concepto de Régimen Cambiario	11
Concepto de Tipo de Cambio	11
Tipología de Regimenes Cambiarios	11
Regimenes Fijos	12
Duros	12
Intermedios	12
Blandos	13
Regimenes Flexibles	13
Flexibilidad respecto a una moneda individual	13
Arreglos cooperativos	13
Regimenes mas Flexibles	13
Tipo de cambio ajustado según indicadores	14
Flotación Administrada	14
Crawling Peg	14
Bandas Deslizantes	14
Flotación sin senda preanunciada	14
Flotación Independiente	14
Los tipos de cambio y las transacciones internacionales	14
Los precios nacionales y los precios extranjeros	15
Los tipos de cambio y los precios relativos	16
Economía Política de la Elección del Régimen Cambiario	17
Teoría del Área Optima	17
Condiciones Estructurales para Integrarse Monetariamente	21
Grado de Movilidad de los Factores de producción y grado de flexibilidad de los precios	21
Grado de apertura de la economía y tamaño de la economía	21
Grado de Diversificación de la Estructura productiva	21
Grado de Concentración geográfica del comercio	22
Grado de similitud productiva	22
Grado de desarrollo e integración financiera	23
Resumen	24
Descripción y operación de regimenes cambiarios	24
Junta Monetaria	24
Dolarización	25
Control de Cambio	25
Unión Monetaria	25
Control de Cambio en Venezuela	26

Definición	26
Reseña Histórica	26
Antecedentes RECADI	29
Régimen de Cambio Diferencial (RECADI)	37
Características del Control de Cambio	39
Tipos de Control de Cambio	40
Control de Cambio Absoluto	40
Control Parcial o Mercado Paralelo	40
Cambios Múltiples	40
Cambio Rígido	40
Cambio Flexible	40
Cambio Fijo	41
Cambio Único	41
Tipos de Cambio	41
Cambio Spot	41
Cambio a Plazo	41
Cambio Referencial	42
Cambio Resultado de la subasta	42
Cambio modal interbancario	42
Ventajas del Control de Cambio	42
Desventajas del Control de Cambio	42
Política Cambiaria y programas de estabilización	43
Concepto de política Cambiaria	43
Elementos de Política Cambiaria	43
La Inflación Causas y Efectos	43
Causas que la originan	43
Financiamiento monetario del déficit fiscal	43
Inercia inflacionaria	45
Inconsistencia Temporal de las Políticas	45
Efectos de la Inflación	45
Relación entre inflación y régimen cambiario	45
Efecto trinquete	46
Círculo Vicioso Inflación-Devaluación	47
Programas de estabilización y anclajes cambiarios	50
Concepto de estabilización	50
Niveles de precios en la economía	50
Fase de estabilización	50
Fase de programas estructurales	50
Éxitos de los programas de estabilización	50
Objetivos de las políticas de ingresos	50
Clasificación de los programas de estabilización	51
Situación Actual del Control de Cambio en Venezuela	52
Comisión de Administración de Divisas (CADIVI)	52
Sanciones y delitos Cambiarios	55
Mercado de Capitales, Balanza de Pagos y Actualidad Venezolana	58
Mercado de Capitales	58

Elementos de los Mercados de Capitales	59
Comisión Nacional de Valores	59
Caja de Valores	60
Bolsa de Valores	60
Intermediarios	60
Corredor de Títulos Valores	60
Casas de Bolsas	61
Renta variable	61
ADR	62
Balanza de Pagos	63
Concepto de Balanza de Pagos	63
Crisis de Balanzas de Pagos y huidas de capitales	64
Origenes y Causas del Control de Cambio Internacional y su efecto en el Mercado Bursátil venezolano	65
CAPITULO III. MARCO METODOLÓGICO	71
CAPITULO IV. CASO DE ESTUDIO. Situación actual, el efecto del control de cambio internacional sobre el mercado bursátil venezolano. Situación CANTV	73
Comportamiento del Inversionista Venezolano ante el control de cambio	77
Impacto del Control de Cambio sobre el Mercado Bursátil Venezolano	79
CONCLUSIONES	89
RECOMENDACIONES	91
BIBLIOGRAFÍA	92
ANEXOS	93

INTRODUCCIÓN

Cuando se restringen los procesos normales en una economía, inmediatamente surgen mecanismos alternos para equilibrarla, entre ellos podemos encontrar, medidas o políticas cambiarias de ingreso que se basan en regímenes que forman parte del marco regulatorio de las mismas y entre ellos podemos encontrar los controles de cambio. En una economía sin control de cambio, todas las personas pueden saber rápida y fácilmente cuál es el tipo de cambio de una moneda con respecto a otra. Cuando se instaura el control de cambio, como ha sido el caso de Venezuela desde enero del 2003, surge inmediatamente lo que se llama el "mercado negro" o "mercado paralelo", que consiste en el intercambio de una moneda por otra, entre empresas o particulares, estos son regulados por la oferta y la demanda de dinero, es decir, el mercado paralelo, surge ante la imposibilidad de los agentes económicos tener acceso a las divisas o moneda extranjera. Al no existir mucha información se da el caso que, en un mismo día, una persona haga un cambio a un valor y otra persona a un valor muy distinto. Es por eso, que se requieren mecanismos alternos para fijar la equivalencia entre monedas. Cuando dos partes quieren hacer un cambio necesitan una referencia justa, aquí es donde entran en juego aquellas empresas que negocian tanto en la Bolsa de Valores de Caracas como en la Bolsa de Nueva York, respaldadas bajo modalidades de ADR (American Depositary Receipts), estos son instrumentos que permiten la negociación de acciones de empresas extranjeras en los EE.UU. Normalmente un ADR es equivalente a un número de acciones determinado de la empresa y se puede comprar y vender en Wall Street. De esta forma los inversionistas estadounidenses tienen una forma fácil de acceder al mercado de capitales de otros países, sin necesidad de ir directamente a la bolsa de Caracas y negociar allí. Pero más importante, desde el punto de vista venezolano, en los momentos actuales, es una vía legal para obtener divisas sin necesidad de pasar por CADIVI (ente gubernamental encargado de controlar y administrar las divisas). ¿Cómo se hacía esto? Fácil, el inversionista venezolano compra acciones de

una empresa venezolana que sean negociables en los EE.UU transforma sus acciones en ADR y los vende en el mercado de Nueva York, cabe destacar, la importancia que tienen en esta operación, la participación de las casas de bolsas como intermediarios en este tipo de transacciones económicas.

De aquí la importancia de evaluar, explicar y analizar el impacto de las políticas cambiarias y su efecto en las transacciones bursátiles en las rentas variables en Venezuela.

CAPITULO I

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

En Venezuela se han establecido controles de cambios en varias oportunidades: entre 1960 y 1964, entre febrero de 1983 y marzo de 1989, entre junio de 1994 hasta abril de 1996 y entre el 21 de febrero del 2003 hasta nuestros días.

Es importante destacar que los controles de cambios tienen debilidades, tales como: El diferencial creciente entre los dos tipos de cambio obligará al gobierno a aplicar restricciones más severas, la paridad paralela se convertirá en la referencia para los costos externos de reposición, pues éstos serán lo únicos dólares asequibles a los demandantes, esta situación provocará especulación y relanzará la corrupción, pues el mejor negocio es comprar divisas al tipo de cambio oficial y venderlos en el mercado paralelo, cuando se eliminen los controles, se tendrá que sincerar el tipo de cambio y éste se ubicará alrededor del tipo de cambio paralelo, lo cual implicará más recesión, más inflación y más pobreza, Debido a la rigidez, a la posible perdurabilidad que deja translucir y al uso como instrumento de venganza política, el control de cambios provocará más distorsiones en la economía y en la sociedad que el bienestar que obligatoriamente debe buscar el gobierno, sin la recuperación de las exportaciones petroleras, el control de cambios no favorecerá el incremento de las reservas internacionales.

Por otro lado, entendemos que el mercado de divisas es aquel en donde se realizan operaciones de compra y venta de las mismas, y permite además que exista un flujo normal de moneda extranjera, el tipo de cambio y la forma como se venden, lo determina el Banco Central de Venezuela junto con el Ejecutivo Nacional.

La modalidad del control de cambios consiste en la regulación por parte del Estado en este mercado, quedando restringida la oferta y la demanda de divisas, siendo sustituida por una serie de reglamentaciones administrativas. Es

decir, el control de cambio va acompañado de medidas que inciden sobre las transacciones que dan origen a la oferta y la demanda de dólares.

El problema principal radica en si el control de cambios afecta o no al mercado bursátil venezolano, ya que por una parte evita la fuga masiva de capitales además de proteger las reservas internacionales.

Las razones antes expuestas conducen a señalar las siguientes interrogantes:

1.- ¿Cuáles son las consideraciones teóricas que se hacen necesario explicar en entender el impacto del control de cambio internacional sobre el mercado bursátil venezolano?

2.- ¿ Existen acciones de empresas venezolanas respaldadas en ADR's (American Depositary Receipts), en la búsqueda de la obtención de divisas dentro de marcos regulatorios legales, con controles de cambio, estará impactado el mercado bursátil venezolano por estas razones? ¿Por qué?

3.- ¿Cómo afecta el control de cambio sobre el comportamiento de los inversionistas venezolanos con el fin de obtener divisas en la búsqueda de optimizar sus ingresos y que estos a su vez no vean afectados por los efectos inevitables de inflación?

JUSTIFICACIÓN

1. Esta investigación se justifica por el hecho evidenciar el impacto del control de cambio internacional sobre el mercado bursátil venezolano.
2. Se considera importante entender y explicar algunos mecanismos macroeconómicos para comprender el impacto de las decisiones de un gobierno a través de políticas macroeconómicas en sus efectos cambiarias sobre le mercado bursátil venezolano
3. La importancia de entender el rol que cumplen las transacciones del mercado bursátil venezolano, cuales son sus elementos, y como funcionan, ante decisiones políticas macroeconómicas que afectan directa e indirectamente su funcionamiento
4. La investigación es de gran relevancia, ya que a través de la misma se podrá explicar y evidenciar la importancia de entender el impacto del control de cambio internacional sobre le mercado bursátil venezolano

OBJETIVOS GENERALES

Explicar el impacto del control de cambio internacional sobre el mercado bursátil venezolano

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

1. Definir conceptos básicos, de renta variable, políticas y regímenes cambiarios.
2. Definir y explicar la relación entre inflación, régimen cambiario, programas de estabilización y anclajes cambiarios

3. Evaluar el comportamiento de los inversionistas ante un control de cambio.
4. Evaluar el impacto del control de cambio sobre las acciones Venezolanas constituidas por ADR.

ALCANCES Y LIMITACIONES

ALCANCES

La presente investigación permitió determinar el impacto del control de cambio internacional sobre el mercado bursátil venezolano. La misma partió del estudio de entender y explicar variables macroeconómicas, políticas económicas y funcionamiento de mercado bursátiles, con el fin de demostrar y explicar la situación económica actual venezolana, identificando las características generales, de tal manera que el lector o investigador entienda de una excelente manera, la estructura organizativa y otros aspectos de manera general, que permiten evidenciar el impacto del control de cambio internacional en el mercado bursátil venezolano.

De igual forma, se muestran análisis en gráficos que refuerzan el tema del presente trabajo

LIMITACIONES

Durante el desarrollo de este trabajo de investigación, surgieron situaciones que dificultaron u obstaculizaron el desarrollo del mismo, estos estuvieron referidos a factores económicos, políticos y sociales. Una de las limitaciones que se presentó se relaciona con la dificultad de acceder a la información necesaria, dado que por lo actual del tema.

Otra limitación fue que el personal de la Bolsa de Valores de Caracas, en muchas ocasiones, no contaba con el tiempo suficiente para dedicarlo a otras actividades diferentes a sus labores en la institución para así poder suministrar

la información necesaria para desarrollar este trabajo en cuanto a entrevistas y aclaratorias de dudas sobre algunos indicadores.

CAPITULO II

MARCO TEÓRICO

REGIMEN CAMBIARIO Y TIPOS DE CAMBIO

Concepto de Régimen Cambiario

El régimen cambiario tiene que ver, por un lado, con el marco institucional del mercado cambiario y por otro lado, con las reglas de funcionamiento. Ambos aspectos, permiten regular lo que se denomina como el proceso de formación del tipo de cambio, es decir, como se forma el precio de la divisa, y a su vez, permite, regular la tenencia de divisas y de las normas de su intercambio. Es el grado de flexibilidad con que se mueve ese tipo de cambio respecto a las monedas circundantes.

En conclusión, con el fin de definir el concepto de Régimen cambiario, lo más importante es entender que tan flexible o que tan rígido es el tipo de cambio, dadas las reglas de funcionamiento, dado el marco institucional, que a su vez, determinan el proceso de formación del tipo de cambio, como están regulados los intercambios de divisas, etc. Los más importantes para entender cuando hablamos de régimen cambiario son como es el proceso de formación de ese precio en el mercado, es decir, su grado de flexibilidad.

Concepto de Tipo de Cambio

Entendemos por tipo de cambio, como el precio de una divisa expresada en términos de otra divisa. Por ejemplo, el tipo de cambio del dólar es cuanto nos cuesta un dólar en términos de nuestra moneda local.

Tipología de los Regímenes Cambiarios

Según el Fondo Monetario Internacional, su criterio para clasificar los tipos de regímenes cambiarios, esta basado en el grado de flexibilidad que tenga cada uno. Bajo este criterio el FMI, maneja la clasificación de la siguiente manera, a continuación se comentan:

1. Regímenes Fijos

Son aquellos en los cuales el tipo de cambio esta enganchado a otra moneda (u otras monedas), es decir, la paridad de la moneda local o domestica, se mantiene inalterada, respecto a la moneda de referencia, en nuestro caso la moneda referencia es el dólar. Al estar enganchada la moneda domestica con la moneda referencia, ambas, flotan conjuntamente respecto a terceras monedas. De aquí la importancia de destacar, debido a que el termino fijación esta referido a la moneda de referencia pero, respecto a otras monedas puede ser sumamente flexible el tipo de cambio. Entre los regimenes fijos, podemos encontrar diferentes grados:

1.1 Duros (desaparece la moneda)

Unión Monetaria: los países que conforman la unión renuncian a sus monedas y adoptan una moneda en común

Dolarización: el país renuncia a su moneda y adopta la moneda de un tercer país que suele ser la que anteriormente era la moneda de referencia. Ejemplo: Ecuador, renuncia al sucre y adopta el dólar como moneda domestica.

1.2 Intermedios (no desaparece la moneda del todo)

Junta Monetaria o Caja de Conversión: es un sistema monetario, en el cual la emisión de la moneda domestica esta respaldada por una moneda dura, generalmente respaldadas en las reservas internacionales de dicho país. Las Juntas monetarias o caja de Conversiones, están caracterizadas, en que poseen un arreglo

recogido en algún tipo de legislación, ya sea a través de una Ley Orgánica o con la misma constitución. Tal es el caso de la Caja de Conversión de Argentina la cual fue una Ley Orgánica.

1.3 Blandos

Regimenes Fijos Tradicionales: se caracterizan, efectivamente el tipo de cambio esta atado a la moneda referencia pero, en el mismo diseño del régimen, existe la posibilidad de que en circunstancias extraordinarias, esa paridad pueda ser modificada. Dentro de estos regimenes podemos encontrar los enganchados a una sola moneda en particular, en donde se engancha con la moneda referencia en la cual el país mantiene su mayor actividad comercial, pueden estar enganchados a una cesta de monedas (ya no se utiliza) en donde ningún país comercia o tiene relaciones financieras con un solo país sino con varios países.

2. Regímenes Flexibles

Son aquellos regimenes, donde el tipo de cambio puede variar dentro de ciertos márgenes previamente determinados. La flexibilidad se ve limitada por reglas de juego que hacen que el tipo de cambio se mantenga rígido. Entre ellos encontramos:

Flexibilidad respecto a una Moneda Individual: el tipo de cambio goza, teóricamente, de una zona de flexibilidad la cual se establece en términos de porcentaje.

Arreglos Cooperativos: un grupo de monedas de un grupo de países que están enganchadas entre si, dentro de ciertos márgenes de fluctuación.

3. Regímenes más Flexibles

Donde las disposiciones legales como reales permiten que el tipo de cambio fluctúe. Entre ellas tenemos:

Tipo de Cambio ajustado según indicadores: donde el tipo de cambio varía en función de un indicador, que por lo general, es la inflación.

Flotación Administrada: es administrado por una autoridad cambiaria o banco central de forma activa y frecuente con el fin de dar rumbo al tipo de cambio.

Crawling Peg: fijación deslizante del tipo de cambio, consiste en que la autoridad cambiaria anuncia un monto fijo, por periodo, de variación del tipo de cambio.

Bandas Deslizantes: el tipo de cambio se mueve dentro de ciertos límites, pero tiene una pendiente más o menos predeterminada. La pendiente va a ser más o menos pronunciada, dependiendo de la devaluación que se quiera realizar.

Flotación sin senda preanunciada: la autoridad cambiaria no informa, solo interviene de forma discrecional.

Flotación Independiente: el tipo de cambio se forma en un mercado libre de divisas donde no existe casi la intervención de la autoridad monetaria, solo las fuerzas del mercado que determinan el nivel del tipo de cambio.¹

Los tipos de cambio y las transacciones internacionales

El precio de una moneda en términos de otra moneda es denominado Tipo de Cambio. Debido a su notoria influencia que ejercen sobre la balanza de pagos por cuenta corriente y otras variables macroeconómicas, los tipos de cambio pueden ser considerados como una de los precios más relevantes en una economía abierta, pero esto depende fundamentalmente de las características del sistema económico de cada país, por ejemplo, para Japón, el

¹ Tomado de Miguel Ignacio Purroy: *Inflación y Régimen Cambiario*

tipo de cambio es una variable clave, debido a que importa alrededor del 70% de las materias primas para sus procesos industriales, y luego exporta productos con alto grado de valor agregado, el caso contrario lo constituye Estados Unidos de América, país que es autosuficiente en un 65 – 70% de las materias primas industriales que utiliza, y altamente autosuficiente en producción agrícola. De aquí su importancia en entender y explicar, la función que desempeñan los tipos de cambio en el comercio internacional y el modo en que estos son determinados. En principio, comenzaremos por comentar acerca de cómo operan y funcionan los tipos de cambio y las transacciones internacionales.

Cada país tiene una unidad monetaria en la que vienen expresados los precios de sus bienes y servicios. Los tipos de cambio desempeñan un papel fundamental en el comercio internacional, ya que permiten comparar los precios de bienes y servicios producidos en los diferentes países.

Tanto las empresas como los particulares, utilizan los tipos de cambio para convertir los precios expresados en moneda extranjera en los respectivos precios en moneda local. Una vez que los bienes y servicios, nacionales e importados, son expresados en la misma moneda, se pueden obtener los precios relativos que afectan a los flujos del comercio internacional

Los precios nacionales y los precios extranjeros

Si se conoce el tipo de cambio entre las monedas de dos países, se puede expresar el precio de las exportaciones de un país en términos de la moneda del otro. Las variaciones en los tipos de cambio reciben el nombre de depreciaciones o apreciaciones. Por ejemplo, una depreciación del Bolívar respecto al dólar es una caída del precio del Bolívar expresado en dólares. Este ejemplo muestra, que considerando todos los demás factores constantes, la depreciación de la moneda de un país abarata sus productos en el exterior. Una apreciación del Bolívar frente al dólar es un aumento del precio del bolívar expresado en dólar. Por lo tanto, si se mantiene constante las demás variables, entendiendo que cuando un país importa un porcentaje importante de sus materias primas y luego exporta una gran cantidad de productos con un alto

porcentaje de valor agregado nacional, la depreciación del tipo de cambio lo favorece, para tener ventaja competitiva en los mercados de exportación de bienes, la apreciación de la moneda de un país encarece sus productos en el exterior. Es decir, cuando la moneda de un país se deprecia, sus exportaciones se abaratan y sus importaciones se encarecen. Una apreciación de la moneda, tiene el efecto contrario, encarecen sus exportaciones y abarata sus importaciones. De aquí la importancia que se debe conocer y entender acerca de las implicaciones de tomar medidas de políticas restrictivas o expansivas, a la final todas buscan combatir la inflación, pero en economías importadoras como la venezolana hay que tomar en consideraciones otras variables macroeconómicas que acompañen las decisiones de dichas políticas.

Los tipos de cambio y los precios relativos

Los tipos de cambio permiten a los particulares comparar los precios nacionales con los precios exteriores, expresados ambos en una misma unidad. Se puede apreciar como los tipos de cambio permiten también a los particulares poder establecer el precio relativo de los bienes y servicios, aunque sus precios vengán expresados en diferentes unidades monetarias. Es decir, un venezolano que decide cuanto ha de gastar en unos pantalones de su país y en algunas camisas de USA, para poder determinar el precio de las camisas de USA en términos de los pantalones de Venezuela, debe expresar los precios de estos dos bienes en una unidad monetaria común. Por tal motivo, manteniendo todas las variables constantes, una apreciación del dólar respecto al bolívar abarata las camisas de USA en términos de pantalones, mientras que una depreciación del dólar respecto al bolívar encarece las camisas en términos de pantalones. Es decir, una apreciación de la moneda de un país incrementa el precio relativo de sus exportaciones, y reduce el precio relativo de sus importaciones, debemos recordar que cuando un país importa un porcentaje importante de sus materias primas y luego exporta una gran cantidad de productos con un alto porcentaje de valor agregado nacional, la depreciación del tipo de cambio lo favorece, para tener ventaja competitiva en los mercados de exportación de bienes. Y al

contrario, una depreciación reduce el precio relativo de sus exportaciones, y aumenta el precio relativo de sus importaciones.

De aquí podemos evidenciar la importancia de entender y explicar que es la Balanza de pagos de un país y como es afectada, explicándolo a través de sus crisis en el mundo, pero lo comentaremos mas adelante en el capítulo 3 del presente trabajo.²

Economía Política de la elección del Régimen Cambiario

Es importante entender que el adecuar el tipo de cambio trae consecuencias positivas o negativas para un país en un determinado periodo, por tal motivo, es importante, conocer que mas que discutir de que tipo de régimen voy a escoger, es saber cuales son las implicaciones o repercusiones respecto a la selección y como será su desempeño en el entorno macroeconómico de un país y su estabilidad financiera, es fundamental. Por tal motivo, es eje principal para entender esto anteriormente planteado, esta basado en la teoría monetaria del área optima.

Teoría Monetaria del Área Óptima

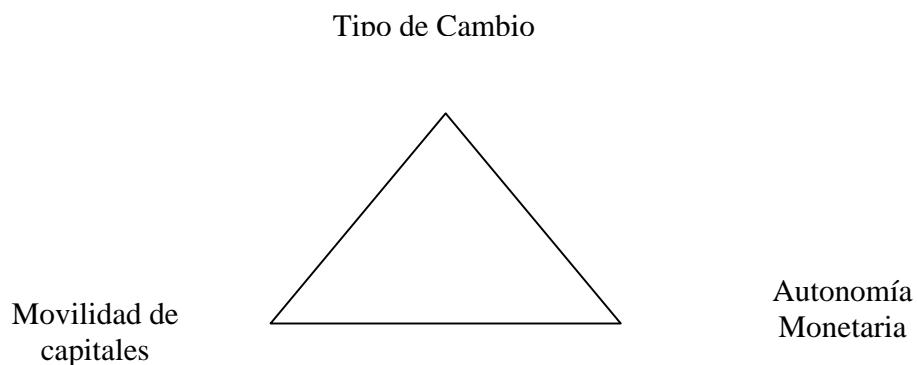
Para entender la teoría a explicar es importante que para que se puede dar o explicar la misma, se hace necesario establecer o analizar un área monetaria optima, es decir, evaluar el grupo de países, su estrecha relación a nivel comercial, sus vínculos, la movilidad de los factores de producción y las posibles perturbaciones de la comunidad. Dicho en otros términos, un área monetaria optima, se considera cuando los países que la integran están beneficiándose de pertenecer as una comunidad monetaria, a compartir una moneda, esto sucede cuando se dan, básicamente tres condiciones:

1. Hay interrelación comercial
2. Los factores de producción básicos, como los son mano de obra y el capital tiene fuerte movilidad entre los países o área

² Véase mas detalles de los tipos de cambio y las transacciones internacionales en Paúl R. Krugman y Maurice Obstfeld

3. Cuando los problemas, perturbaciones o shocks a los cuales están sujetos esas economías son similares.

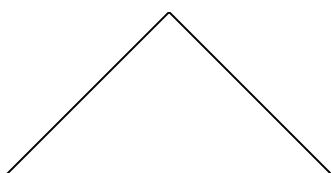
La clave para entender según esta teoría cual será el adecuado régimen cambiario a seleccionar para un país, esta en entender, el grado de integración monetario, para la cual, debemos definir la integración en base a ciertos criterios o elementos: el tipo de cambio, el mercado de capitales, y la autonomía cambiaria. Dependiendo de que combinaciones haya de cada uno de esos elementos, es que tendremos diferentes niveles de integración monetaria.



Cabe destacar que en el dibujo anterior, en ninguno de los grados de integración se dan los tres elementos al mismo tiempo, solo se dan dos elementos, en combinaciones distintas entre ellos, esto es debido a que la presencia de los tres elementos a la vez es inconsistente, es insostenible para la economía, ya que no se pueden tener objetivos cambiarios y monetarios simultáneamente, solo un objetivo en base a esta teoría. Si por ejemplo se tiene un objetivo cambiario, es decir, si se quiere tener un tipo de cambio fijo, se debe estar dispuesto a vender las reservas al mercado, porque si hay presión hacia una devaluación, existirá una demanda fuerte de divisas, y se debe tener la disposición de venderle al mercado esas divisas. En Venezuela en el año 1998, se tomó una decisión monetaria ante esta inconsistencia (la cual fracasó) en la que aumentaron las tasas de interés a niveles del 50% al 70%, para tratar de absorber el circulante monetario y evitar que el mismo se volviera al mercado.

cambiario, lo cual produjo un impacto en la economía, llevando como consecuencia el quiebre de varias empresas para el año 2000, e incluso un aumento en la morosidad de los créditos. Por otro lado, si se toma una decisión monetaria, se debe tener un circulante determinado, con el fin de tener una tasa de interés determinada, no se puede estar inyectando o retirando liquidez al mercado, si me obliga el mercado cambiario. En este caso debo dejar que el tipo de cambio fluctúe, porque no tengo manera de evitarlo. Este es la razón fundamental del porque no se puede tener una autonomía monetaria si tengo un objetivo cambiario y viceversa, no puedo tener un objetivo cambiario si se quiere tener autonomía monetaria. Es decir, la contradicción en el triángulo, esta básicamente en estas dos aristas, tipo de cambio fijo y autonomía monetaria, no se pueden compartir, por lo tanto, gráficamente hablando y con el fin de reforzar lo comentado, entre algunos ejemplos observamos:

Tipo de Cambio Fijo

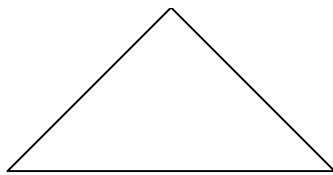


Unión Cambiaria: solo los dos elementos son compatibles con restricción de movilidad de capitales, para evitar la fuga de capitales

X

Autonomía
Monetaria

Tipo de Cambio Fijo

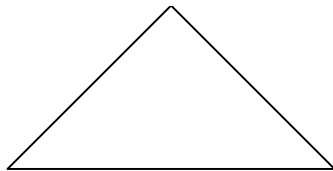


Movilidad
de capitales

X

Coordinación Monetaria: deben renunciar a la autonomía monetaria, debido a que deben estar dispuestos a tener liquidez, porque si hay presión cambiaria.

Tipo de Cambio Fijo



Movilidad
de capitales

X

Unión Monetaria: deben renunciar a la autonomía monetaria, debido a que deben estar dispuestos a tener liquidez, porque si hay presión cambiaria

Condiciones Estructurales para integrarse monetariamente

1. Grado de Movilidad de los Factores de Producción y Grado de Flexibilidad de los Precios.

La afirmación central de esta teoría dice que ***“Países que tengan alta movilidad de factores de producción y alta flexibilidad de precios son mejores candidatos para conformar el AMO”***.

Para poder renunciar a un ajuste cambiario y el ajuste interno de precio y salarios tiene que ser relativamente benigno, estos ajustes pueden ser más o menos dolorosos dependiendo de que tan flexibles sean los precios y que tan movibles sean los factores de producción entre los países.

2. Grado de apertura de la economía y el tamaño de la economía.

¿Cómo se mide el grado de apertura?

Se mide por la proporción que representa el comercio exterior en el PIB de la economía, es decir, se toman las importaciones y exportaciones (IM y EX) y se miden con la globalidad de la economía y se determina el grado de apertura.

“Países pequeños de economías muy abiertas, obtienen beneficios de integrarse en un AMO”

En la medida que una economía es más abierta es menor el costo de los mecanismos internos de ajustes.

Ej.: una economía con 40% grado de apertura y un déficit en la Balanza de Pagos de 4% (hay un desequilibrio), es decir, debe importar menos y exportar más; esto se logra a través de una política restrictiva (hacer que la demanda interna disminuya o se restrinja), en la medida que hay menos demanda se importa menos y se exporta más.

3. Grado de Diversificación de la Estructura Productiva.

La diversificación se mide por la variedad y dispersión de las actividades económicas de un país.

“Países con las economías diversificadas están sometidas a una menor volatilidad externa y por esta razón son mejores candidatos para conformar un área monetaria, ya que al tener menos volatilidad dependen menos del TC como herramienta de ajuste”.

Al tener concentración de la producción (poca cantidad de tipo de productos, un cambio externo impacta más a la economía del país-monoproductos-) Entonces:

En la medida que se es menos diversificado están más propensos a la volatilidad y a usar el TC como mecanismo de ajuste.

4. Grado de Concentración Geográfica del Comercio.

Se mide por la proporción o porcentaje que representa el principal socio comercial en todo el comercio exterior de un país.

Lo que dice la teoría: ***“A mayor concentración del comercio mayores son los beneficios del área monetaria”***.

Esto es porque atar la moneda al país que es el principal socio comercial permite:

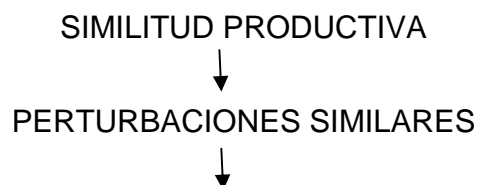
- * Aprovechamiento en la escala (costo de transacciones financieras y comerciales).
- * Eliminación de las fluctuaciones de precios en el comercio con el país principal.

5. Grado de Similitud Productiva.

Similitud: estructuras productivas similares.

“A mayor grado de similitud entre países más favorable son las condiciones para conformar un área monetaria”.

La razón fundamental es que en la medida en que 2 países son más similares, en esa medida las perturbaciones (shocks externos a los que están sometidos) son también más similares, es decir, la similitud productiva conlleva a que las perturbaciones sean más similares, esto quiere decir que no requiere ajustes cambiarios entre sí, entonces, no hace falta la flexibilidad cambiaria.



NO REQUIEREN AJUSTES CAMBIARIOS ENTRE SÍ



NO HACE FALTA FLEXIBILIDAD CAMBIARIA

Estructura productiva son los porcentajes en que se distribuye la producción nacional, a nivel muy amplio, se distinguen 3 sectores:

- 1.- Sector Primario: tierra, campo (minería, agricultura).
- 2.- Sector Secundario: manufactura.
- 3.- Sector Terciario: servicios.

6. Grado de Desarrollo e Integración Financiera:

Desarrollo Financiero: profundidad (% del PIB que representa el sector financiero separado en sus grandes rubros= crédito, liquidez monetaria, etc.) + Extensión (áreas y sectores incorporados fundamentalmente al Sistema) + Variedad de productos y mercados (spot/futuros, mercados de capitales, mercados simples, etc.)

“A menor nivel de desarrollo financiero, mayor conveniencia de pertenecer a un área monetaria (rigidez cambiaria)”.

Cuando un país tiene niveles bajos de desarrollo financiero (sector financiero poco profundo, mercados de capitales poco desarrollados) son países con alta volatilidad financiera y cambiaria. Cuando hay mucha volatilidad trae consecuencias negativas a la economía, porque generan estrés en la economía por la inestabilidad financiera, por ello se busca la “rigidez” como una manera de compensar la volatilidad.

Resumen de características estructurales de la economía que favorecen la conformación del área monetaria

1. Alta movilidad de factores de producción.
2. Flexibilidad de precios y salarios.

3. Alto grado de apertura externa.
4. Tamaño reducido de la economía.
5. Bajo grado de diversificación productiva.
6. Alta concentración geográfica del comercio exterior.
7. Alto grado de similitud de la estructura productiva.
8. Alto nivel de profundidad e integración del Sistema financiero.³

Descripción y Operación de regímenes cambiarios

Es importante destacar de una manera muy simplificada algunos regímenes cambiarios, a continuación se detallan:

1. **Junta Monetaria:** es un arreglo monetario, según el cual la emisión de dinero fiduciario es un reflejo de variaciones en la posición de reservas internacionales del país; es decir, la nación no abandona su moneda; sino amarra la paridad de 1 a 1 con la moneda en la cual tiene sus reservas internacionales, siendo la del país con la que tiene mayor relación comercial. En la práctica, las Juntas Monetarias han venido acompañadas por una regla de tipo de cambio fijo y por un régimen de convertibilidad total de la moneda doméstica; sin embargo, estos dos elementos, sin embargo, no son esenciales a la institución de Juntas Monetarias.
2. **Dolarización:** es un proceso mediante el cual la moneda extranjera reemplaza al dinero doméstico en cualquiera de sus tres funciones (reserva de valor, unidad de cuenta, medio de pago). Pueden presentarse bajo dos modalidades, Dolarización extraoficial, en donde, los agentes económicos deciden mantener depósitos bancarios o billetes en moneda extranjera

³ Todo el tema de la Economía Política y la Elección del Régimen Cambiario es tomado de Miguel Ignacio Purroy: *Guías de Estudio*

para protegerse contra la alta inflación de su moneda local, o la Dolarización Oficial, donde, un gobierno, adopta la moneda extranjera como curso legal exclusivo o predominante, tal es el caso de Ecuador que dejó el Sucre por el dólar.

3. **Control de cambio:** significa toda norma jurídica dirigida a restringir o regular el acceso de un sujeto a los mercados internacionales de divisas, por razón de su nacionalidad o domicilio. Los sistemas de control de cambio a veces se dirigen no solo a los nacionales o residentes de un país, sino igualmente a una moneda determinada, restringiendo la libre negociación tanto a los nacionales como a los extranjeros. El efecto de un control de cambio es el de vigilar, controlar o monopolizar la libre oferta y demanda de una moneda en los mercados de cambio.

4. **Unión Monetaria:** las monedas y los tipos de cambio desaparecen para colocar una moneda única entre los países que integran esa área monetaria óptima. Tal es el caso de la Unión Monetaria Europea en donde los países europeos dejaron sus monedas y adoptaron una moneda nueva en común. Con el fin de perfeccionar la realización del mercado interior e incrementar la actividad económica y de reforzar la estabilidad monetaria y la potencia financiera de Europa.

CONTROL DE CAMBIO EN VENEZUELA

Definición

Es una intervención oficial del mercado de divisas, de tal manera que los mecanismos normales de oferta y demanda, quedan total o parcialmente fuera

de operación y en su lugar se aplica una reglamentación administrativa sobre compra y venta de divisas, que implica generalmente un conjunto de restricciones tanto cuantitativas como cualitativas de una entrada y salida de cambio extranjero.

Reseña Histórica

Carlos Rafael Silva, economista y ex-presidente del Banco Central de Venezuela, en un análisis titulado "Desarrollo de la economía en el Siglo XX". Incluido en la edición "Venezuela moderna: medio siglo de historia 1926-1976", comenta el desarrollo de la actividad cambiaria en el país hasta antes del Viernes Negro.

El experto financiero refiere que "uno de los sectores donde con mayor intensidad se puso de manifiesto la discrepancia creada por el sector petrolero respecto al agropecuario tradicional fue el cambiario. Prácticamente desde que comenzó la explotación de hidrocarburos en el país se perfilaron dos sectores bien definidos que la literatura económica ha denominado sector petrolero y resto de la economía".

El sector petrolero -deja entrever Silva- se caracteriza por ser altamente técnico, muy productivo y rentable, con mercados exteriores estables, genera poco empleo directo y su control productivo es monopólico. Caso contrario, el de la agricultura, pues esta es rudimentaria, tiene mercados volubles, ocupa gran cantidad de pobladores y compite con productos provenientes de países con monedas devaluadas.

"Esto dificultó - agrega Carlos Rafael Silva- establecer un tipo de cambio uniforme para ambos sectores y obligó a buscar soluciones específicas, entre ellas el régimen de cambios diferenciales que, con ligeras alteraciones, permaneció vigente en el país por más de 35 años, desde 1940 hasta mediados de 1976, cuando se eliminó el dólar petrolero y se implantó una virtual unificación cambiaria".

Silva clarifica que para que Venezuela tuviera un buen índice de rendimiento fiscal y en su balanza de pagos y para que la nación pudiera tener una mejor y mayor participación en el negocio petrolero, antes de la nacionalización, era "conveniente que el tipo de cambio del bolívar respecto al dólar se ajustase lo más posible a la paridad de entonces -3,06 bolívares por dólar- pues de ese modo las empresas petroleras tendrían que ofrecer una mayor cantidad de divisas a cambio de los bolívares que necesitaban para cancelar en Venezuela sus obligaciones con el Fisco, el pago de su personal y la adquisición de bienes de la más variada naturaleza" .

El dilema cambiario consistió hasta pasado el año 1935, en que las exportaciones no tradicionales, fundamentalmente agropecuarias, no recibían igual valor en divisas al cambio que el negocio petrolero.

En 1934 el Estado firmó con las empresas petroleras transnacionales el "Convenio Tinoco", "según el cual el Ejecutivo Nacional adquiere los dólares vendidos por las compañías petroleras al tipo de 3,90 bolívares por dólar, siempre que las divisas provenientes de la exportación de café y cacao, más las aportadas por las citadas empresas, no excedieran la demanda de cambio extranjero existente en el mercado".

Hacia 1936 cambió el esquema anterior y por vez primera el Estado venezolano participó en un régimen de pago de primas a las exportaciones con productos agrícolas. Un año más tarde, se creó la Oficina Nacional de Centralización de Cambios, donde se compraban y se vendían las divisas y demás exportaciones.

Con la fundación del Banco Central de Venezuela, en 1940, paralelamente se instauró en el país el patrón de cambios diferenciales, casi de manera permanente hasta 1976.

"Este mecanismo fue sugerido por Hermann Max, economista alemán contratado para realizar algunos estudios relacionados con la organización del Instituto recién creado. Max compartió la tesis de que Venezuela no tenía una

economía homogénea... juzgó que la política monetaria y cambiaria para ambos sectores -petrolero y agropecuario- no podía ser la misma, razón por la cual recomendó el establecimiento de un régimen de cambios diferenciales, que siguiera patrones similares a otros ya aplicados en Europa".

Una vez las cosas así, en 1941, el Banco Central de Venezuela y el Ejecutivo eliminaron el sistema de pagos de primas a las exportaciones y se fijó el siguiente esquema de cambios múltiples: 3,09 bolívares por dólar para las compras a las empresas petroleras; 4,30 y 4,60 bolívares por dólar para las divisas agropecuarias (dependiendo del rubro); 3,355 bolívares por dólar para la venta de divisas del Banco Central de Venezuela a la banca; y 3,35 bolívares para la venta de dólares de la banca al público usuario.

Hasta 1960, "con muy pocas modificaciones", permaneció incólume el anterior cuadro cambiario. Finalizada la Segunda Guerra Mundial, Venezuela ingresó al Fondo Monetario Internacional (FMI) y durante muchos años tuvo que pedir prórrogas de entendimiento a sus sistemas cambiarios, pues el organismo internacional era partidario del cambio único y contrario a las "prácticas monetarias múltiples", según lo refiere Carlos Rafael Silva.

De 1965 en adelante comenzó en Venezuela el proceso de reunificación de la paridad cambiaria, el cual culminó en 1976, a propósito de la nacionalización y la desaparición del dólar petrolero. Surgió, entonces, el tipo único 4,30 bolívares que, luego, colapsó el Viernes Negro.

Antecedentes de RECADI

A comienzos de febrero de 1988, exactamente el 11 de ese mes, el diario El Nacional, preparó una página especial con motivo de cumplirse el jueves 18 de febrero, cinco años del Viernes Negro.

El 18 de febrero de 1988 se publicaron dos escritos extensos: el de Fuguet, denominado " La crisis está viva", y el de El Nacional, titulado "Fuga de 20.236 millones de dólares precedió al Viernes Negro".

Cinco años después, entrevistaron al carismático ex-presidente del Banco Central de Venezuela, Leopoldo Díaz Bruzual, y al ex-ministro de Hacienda de Luis Herrera Campíns, Arturo Sosa. Los dos, sin duda, fueron los más importantes protagonistas de las medidas y hechos económicos ocurridos entre el 18 de febrero y el 15 de septiembre de 1983.

Para el 18 de febrero, último día hábil de libre convertibilidad del bolívar frente al dólar norteamericano, los egresos directos de divisas al exterior alcanzaron aproximadamente los 22.700 millones de dólares.

De esta cifra, una pequeña parte (2.500 millones de dólares aproximadamente) se correspondieron con obligaciones del Banco Central de Venezuela, mientras que el resto se fugaron producto de operaciones realizadas por particulares, en los tres meses precedentes.

Ya en enero de 1983, el BCV disminuyó sus egresos directos significativamente, en tanto que desde la banca comercial se registraron operaciones de venta de divisas al exterior por 6.733 millones de dólares. La salida totalizó 7.464 millones de dólares ese mes.

En febrero, el mes crítico, las transferencias directas del Banco Central volvieron a disminuir a 703 millones de dólares, mientras que las colocaciones de particulares se redujeron a un nivel no menos preocupante de 5.315 millones de dólares, para un total este otro mes de 6.018 millones de dólares.

La salida de divisas adquirió un promedio de venta diaria de unos 200 millones de dólares y, específicamente, el viernes Negro, 18 de febrero, de 160 millones de dólares.

Ya el daño estaba hecho. El anterior cuadro de cifras se cruzó con otros elementos importantes del contexto internacional que evidenciaron de una

manera brutal los llamados desequilibrios estructurales "encubiertos" de la economía venezolana.

El liderazgo de Venezuela en el seno de la OPEP se vino a menos en las reuniones celebradas en enero de ese año en Viena y Ginebra, donde no se pudo concertar una estrategia de defensa de los niveles de precio y producción, frente a la acción de acumular inventarios en los países industrializados.

Particularmente en México, la devaluación era muy abrupta, situación que demostraba, el nivel de endeudamiento pronunciado en los países de América Latina, pues en ésta región se aplicaban políticas económicas similares.

La misma banca acreedora, en los meses previos, había solicitado al gobierno de Luis Herrera Campíns, el pago inmediato de unos 13.000 millones de dólares en créditos con vencimiento en el corto plazo, para lo cual las autoridades monetarias y financieras del momento negociaban la obtención de un crédito de grandes proporciones de 2.500 millones de dólares, para empezar a enfrentar el problema. Pero la situación era demasiado dramática.

Corría el último año de gobierno de Herrera Campíns. Las elecciones nacionales que luego ganó Jaime Lusinchi estaban encima. Leopoldo Díaz Bruzual y Arturo Sosa protagonizaban, como presidente del BCV y por segunda vez Ministro de Hacienda, respectivamente, uno de los enfrentamientos más notorios de la historia monetaria, financiera y económica del país, sobre la manera de enfrentar la crisis.

En unas declaraciones a El Nacional dijo: "Cuando regresé al Ministerio de Hacienda había tres problemas clave: 1) una reducción sustancial en los precios del petróleo de 38 dólares el barril a 28 dólares el barril, con tendencia a seguir bajando; 2) recién se fracasaba en la obtención de un crédito superjumbo por 2.500 millones de dólares solicitado a un supersindicato con el que se pretendía pagar parte de la deuda externa a corto plazo (comenzando a gestionar por Luis Ugueto); 3) en diciembre de 1982 ya la fuga de capitales marcaba un nivel de 9.213 millones de dólares mensuales."

Sosa explicó en una entrevista que ya a fines de enero de 1983, le había sugerido al Presidente Herrera Campíns, implantar alguna fórmula de control cambiario. "Luis Herrera de inmediato mostró su absoluto rechazo a la idea, el Búfalo mostró reservas y, en aquel momento, no insistí más sobre el asunto. Díaz Bruzual y yo viajamos juntos a Estados Unidos y yo luego a Europa, a decirle a la banca que íbamos a reestructurar la deuda externa, por la baja de los ingresos y las reservas en divisas. El 16 de febrero de 1983 me llamó el Presidente y regresé. La salida de dólares continuaba. El sábado 19 de febrero me reuní todo el día con Díaz Bruzual y por la noche fuimos a La Casona con dos tipos de soluciones: la mía y la de él" .

Sosa dijo que era partidario de un sistema de control de cambios diferenciales que " repitiera la experiencia de los años sesenta, cuando se autorizaron dólares preferenciales para la deuda externa pública y privada, importaciones esenciales, y servicios de los poderes en el exterior; y otro esquema paralelo libre, para lo suntuario y particulares".

"...La otra fórmula fue la planteada por el Presidente del Banco Central de Venezuela. Consistía en una devaluación lineal que yo consideré insuficiente, porque no detenía la salida hemorrágica de los dólares y buscaba restablecer la paridad cambiaria entre 6,50 y 8 bolívares por dólar en el país. Mientras tanto se suspendieron las operaciones de compra y venta de divisas en dos oportunidades y por espacio de una semana, para buscar un acuerdo final".

De igual manera, El Nacional entrevistó al ex-presidente del Banco Central de Venezuela, Leopoldo Díaz Bruzual, para reactualizar, cinco años después, su análisis. "Fueron tres las causas sumadas que provocaron esa situación en febrero de 1983: la sobrevaluación del bolívar frente al dólar norteamericano en el orden de 35 por ciento; el cobro abusivo de 13.000 millones de dólares de deuda ilegal externa por parte de la banca acreedora; y la caída de los precios de nuestro petróleo de 32 dólares el barril a 25 dólares el barril. Esto hacía imposible mantener un tipo de cambio a 4,30 bolívares por dólar y la libertad cambiaria en Venezuela."

Reiteró Díaz Bruzual que en febrero de 1983 le planteó al presidente Herrera Campíns una devaluación lineal, un tipo de cambio único de 6,50 bolívares por dólar, más un régimen de control de cambios flexible, que asegurara el abastecimiento al consumo e industria del país.

"Sin embargo, debido a múltiples presiones hechas sobre el gobierno de Herrera, provenientes del propio partido de gobierno (Copei), de las más diversas fuerzas económicas interesadas en sostener un dólar privilegiado a 4,30 bolívares, del partido Acción Democrática en la oposición; el lunes 28 de febrero, luego del cierre del mercado cambiario, se adoptó un sistema -aclara que no fue un control-, al cual me opuse rotundamente, porque incorporaba mayores distorsiones a la economía nacional"

Al ministro de Hacienda, Arturo Sosa, lo acompañaron en su enfoque, Hermann Luis Soriano (FIV), Maritza Izaguirre (Cordiplan), Nidia Villegas (Agricultura y Cría), Humberto Calderón Berti (Energía) y, al final, Enrique Porras Omaña (Fomento). Mientras que a Díaz Bruzual lo apoyaron, primero Porras Omaña, y también los técnicos del Instituto Emisor, Oswaldo Padrón Amaré y Francisco Faraco.

Mientras a la luz pública todo el mundo supuso que el enfrentamiento era protagonizado fundamentalmente por Arturo Sosa y Leopoldo Díaz Bruzual, lo cierto fue que el peso técnico de las propuestas recayó sobre Hermann Luis Soriano, Ministro de Estado Presidente del Fondo de Inversiones de Venezuela, escogido por Sosa por ser muy cercano al Presidente Herrera (había sido Viceministro y Ministro encargado de la Secretaría de la Presidencia); y Omar Bello, uno de los hombres más capacitados del Banco Central de Venezuela, a quien El Búfalo le entregó la responsabilidad de armar la contrapropuesta.

"El lunes 28 de febrero el presidente Luis Herrera Campíns escuchó de nuevo las dos tesis, y finalmente, en Miraflores, sobre la madrugada, se decide la solución que yo sostuve y sobre ella se legisló. La validez del enfoque hoy queda demostrada en que, a pesar de un cambio de gobierno (de Lusinchi) y de un cambio en el partido de gobierno (Acción Democrática), en el fondo se sigue

haciendo lo mismo. Se han cambiado las paridades por devaluación, ciertamente, pero en el fondo se trata del mismo enfoque cambiario. Sigue funcionando".

El ex-ministro de Hacienda señaló que todos los esfuerzos anteriores de restringir las importaciones excesivas y los aranceles fracasaron, " porque no se podía competir con ese pequeño monstruo llamado 4,30".

"Cinco años después -comentó el entonces presidente de Finalven- se ha creado una producción interna importante en varias ramas como la industria, la agrícola y los servicios. Ya no existe la euforia saudita de los dólares petroleros baratos y ya no existe la actitud colectiva de estar importando chucherías. El ajuste fue difícil. Por eso pienso que lo de Viernes Negro, especialmente lo de negro, pronto cambiará por otra denominación".

Un comentario final de Arturo Sosa, cinco años después, fue que el reconocimiento al pago de las acreencias de los deudores privados con dólares a 4,30 bolívares fue un acto de justicia. "Lo contrario hubiera significado una mera confiscación de activos".

Por su parte, Leopoldo Díaz Bruzual, también cinco años después, dijo que "ese Viernes Negro para mi no existe, porque más bien el lunes 28 de febrero, lejos de ser negro, fue un lunes esclarecedor: se pusieron de manifiesto todas las fallas estructurales de la economía venezolana".

"De más está decir que el tiempo me ha dado la razón" -agregó en tono envolvente-. A partir de febrero de 1984, con el nuevo gobierno de Lusinchi, los entuertos de la economía se han agravado todavía más. De Allí el dicho enteramente popular que corre por todas las ciudades de Venezuela: "El Búfalo tenía razón".

Díaz Bruzual todavía piensa que fue un exabrupto reconocer el registro y posterior intención de pago con dólares preferenciales a la deuda externa privada. "El decreto del 15 de septiembre de 1988 autorizaba el registro de estas acreencias y estableció una posibilidad de pago. Durante el gobierno de Luis

Herrera no pagué un solo dólar a 4,30 para la deuda privada externa. Eso sí es verdad que lo hizo el gobierno de Jaime Lusinchi. Desde allí sí se pagaron dólares a 4,30".

"Desafortunadamente- escribió más tarde El Búfalo en su texto Crisis y Recuperación - mi tesis no fue la que triunfó, sino la del Ministerio de Hacienda, el que, más preocupado por las repercusiones de la devaluación sobre el nivel del endeudamiento externo privado, que por el reequilibrio de las cuentas externas de la Nación y la estabilidad futura del bolívar, propuso e hizo aprobar un régimen (cambiario) con cuatro tipos de cambio: 4,30 para la mayor parte de las importaciones de bienes y servicios, la deuda externa pública y los intereses de la deuda privada, así como las remesas para estudiantes en el exterior; otro de 6,00 bolívares por dólar, para los bienes y servicios considerados como no esenciales (de lista muy reducida por cierto); uno más -de hecho, pues no estaba contemplado en las disposiciones legales- de 9 bolívares por dólar, para las ventas efectuadas por el BCV por debajo del precio del mercado libre, y el tipo del mercado libre.

Venezuela ha pasado por diferentes sistemas cambiarios a lo largo de la historia. Al finalizar el año 1.957 las Reservas Internacionales de Venezuela alcanzan a 1.396 M US\$.

En un intento por frenar la salida de divisas, el Gobierno Nacional crea en noviembre de 1.960, mediante Decreto N° 390, un régimen de control de cambios. Ese control de cambios pretendía frenar la libre remesa de fondos al exterior en aquellos casos en que no existiese una contrapartida en bienes y servicios. De allí, que se autorizaba el suministro de divisas al tipo de cambio controlado para todo tipo de pagos al exterior. Tal concepción no dio los resultados que se esperaban. Por tales motivos, durante los primeros meses de 1.961 se modificó nuevamente el régimen de control de cambios. En enero de 1964 se levantó el control de cambios que había imperado desde 1.960 ya que se registraba una mejoría significativa desde 1.962 en la Balanza de Pagos, y se formaliza la devaluación del bolívar y la fijación de un tipo de cambio libre a

razón de Bs. 4,50 por dólar. El crecimiento económico venezolano era positivo y llegó a alcanzar los 7,8 % en 1.976. Casi dos décadas más tarde, la inflación se incrementó y las exportaciones petroleras descendieron de 19,3 millardos de dólares (1.981) a 13,5 millardos (1983). Finalmente, el 18 de febrero de 1983, en una fecha que popularmente ha sido designada como el viernes negro, el gobierno se vio obligado a reconocer que resultaba imposible hacerle frente a los compromisos externos que vencerían ese año. El 20 de febrero de 1983 fue cerrado el mercado cambiario, al tiempo que se inició, una semana después, un nuevo régimen regulatorio fundamentado en un control de cambios. De esta forma se implantó el Régimen de Cambios Diferenciales (RECADI) a través del cual, se privilegió la importación de insumos con un tipo de cambio preferencial. RECADI, constituía para la fecha de su aprobación una modalidad de control cambiario que incluía dos tipos de cambios con mercados a paridad fija preferencial (Bs. 4,30 y Bs. 6,00 por US\$ respectivamente) y un mercado libre a paridad variable. La gran mayoría de los insumos requeridos por las industrias se podrían seguir importando con dólares a 4,30. Durante 1983, una vez instaurado el control de cambios, la política económica consistió en una combinación de crecimiento del gasto público en desmedro de la fortaleza real de la moneda para evitar una mayor contracción de la economía y preservar los niveles de empleo (BCV 1983). Los efectos de la corrección del tipo de cambio en diciembre de 1.986 se expresaron en 1987 al triplicarse la inflación. Luego la concurrencia de un déficit fiscal de 7,8% del PIB y de cuenta corriente equivalente a 9,1% del PIB, conjuntamente con la ampliación del diferencial cambiario hasta 132%, permitió anticipar un colapso de balanza de pagos a finales de 1988 con el consecuente cambio de régimen cambiario. A principio del 89, se aplica un programa de ajuste con el apoyo del FMI, el cual incluía un esquema de flotación del tipo de cambio. Para el momento de entrar en vigencia el nuevo esquema cambiario, se determina una paridad nominal del orden de Bs. 39,60/US\$ que era exactamente la paridad del mercado libre para el día que se eliminó el control de cambios lo cual implicaba una fuerte devaluación si se le compara con el tipo de cambio preferencial que estaba

vigente a través de RECADI, fijado en Bs. 14,50 por dólar desde diciembre de 1986. El nuevo esquema cambiario tuvo un fuerte impacto en el nivel de precios, ya que al suprimirse el tipo de cambio preferencial, todos los bienes tendrían que importarse al cambio vigente en el mercado. Ello se tradujo, como es natural, en una aguda inflación de costos en los inicios del Programa de ajustes, además de una disminución drástica de las importaciones y un aumento de las exportaciones, especialmente petroleras ya que el conflicto del Medio Oriente estaba en pleno apogeo. Las Reservas Internacionales aumentaron, pero con la intentona golpista del 4 de febrero de 1.992 se hizo sentir una severa crisis de confianza, lo que trajo consigo la salida de divisas, el dólar se disparó a Bs. 68, por lo que el Banco Central tuvo que intervenir en el mercado de. La continua pérdida de reservas internacionales durante junio de 1.994 motivó el cierre del mercado cambiario entre el 27 de junio y el 9 de julio de ese año, una vez agotados los esfuerzos por detener las salidas de capital en el contexto del esquema de mini devaluaciones. Fue una medida de urgencia para ganar tiempo, vista la agudización de la crisis financiera y situación desfavorable de las expectativas. Se instrumentó un control de cambios integral según el cual todas las transacciones, tanto corrientes como financieras, estaban cubiertas por una tasa de cambio única (170 bolívares por dólar; lo que significó una devaluación de 23% respecto al tipo de cambio promedio de mayo de 1994) y la asignación de las divisas quedó a cargo de una junta donde participaban el BCV y el Gobierno Nacional. No se contempló la posibilidad de un mercado de cambios paralelo, aunque efectivamente un mercado negro absorbió las distorsiones del mercado.

Régimen de Cambio Diferencial (RECADI)

A propósito de la sobrevaluación del bolívar frente al dólar norteamericano, del colapso de los precios petroleros, de la crisis de la deuda externa y de la fuga masiva de capitales, triunfó en el Consejo de Ministros

celebrado en Miraflores la madrugada del lunes 28 de febrero de 1983 la tesis defendida por el entonces Ministro de Hacienda, Arturo Sosa.

Ese día Venezuela amaneció con un régimen que rompió con la tradición última de libre convertibilidad de la moneda. En uno de los decretos ejecutivos dictados antes del amanecer, se instruyó la creación de la Oficina del Régimen de Cambios Diferenciales, Recadi, para que administrara las acreencias externas de la República y del sector privado. Se legisló sobre las remesas del sector público y de los poderes del Estado al exterior así como remesas a estudiantes y se congelaron los precios.

Se corrió el rumor de que Díaz Bruzual había renunciado, pero fue falso. Estaba en desacuerdo en la sala de reuniones del directorio del Banco Central, esperando que los ministros del gabinete económico llegaran para firmar los primeros convenios cambiarios entre el Ejecutivo y la autoridad monetaria.

Fue así como desde la creación de la Oficina del Régimen de Cambios Diferenciales se vio acosada, interna y externamente, por las más variadas formas de ejercer el delito y la corrupción para acceder a los dólares baratos controlados por el sector oficial.

Durante ese año, fueron múltiples las noticias e informaciones que dieron cuenta de los abusos y arbitrariedades que sobre el nuevo sistema cambiario se estaban desarrollando.

Con el cambio de gobierno de Luis Herrera Campins a Jaime Lusinchi (1984), vendrían nuevas modificaciones al régimen de cambio diferencial, entre las cuales destacaban la absorción por parte del BCV de muchas de las funciones de RECADI, sin embargo, el entonces Director de este ente, Miguel Rodríguez Molina, discrepaba de esta opinión, pues éste alegaba que su despacho debía seguir dependiendo del Ministerio de Hacienda, ya que el volumen de divisas que se manejaba era mayor al que se controló desde el Banco Central de Venezuela en el período 1960-1964.

La otra información aparecida el 2 de febrero El Nacional, estaba totalmente alejada del campo político y económico. En la página D-20 se recogieron otras declaraciones donde el director de Recadi, Miguel Rodríguez Molina, denunció que un empresario le había falsificado la firma, buscando que le reconocieran su deuda externa privada".

En realidad, la Oficina no estaba viviendo su mejor momento. En los días precedentes el propio Rodríguez Molina había resuelto intervenir la Dirección de Operaciones "hasta saber qué es lo que está sucediendo". Por otra parte, la

Disip efectuó varios allanamientos que afectaron, incluso, hasta el personal de relaciones públicas y prensa. Este, entre otros muchos casos de corrupción administrativa, duró varias semanas más allá de la transmisión de mando, y dio como resultado que la Juez XIII Penal y de Salvaguarda, Morita Hernández dictara el 14 de febrero de 1984 doce autos de detención contra los funcionarios: Pedro Rafael Molina, Ada Marubo Planeta, Jean Carlos Ríos González, Daniel Benito Scalera Cabrera, José Novoa, Francisco Antonio Cariol, Roque Vicente Rojas, José López, Arando Herrera, Ricardo Mora, Orlando Rojas, Oscar Escalante, Juan Rosas, José Sagarmundi, Xiomara Antonetti y Carmen Alicia Morales. De estos doce, diez autos fueron confirmados por el Tribunal Superior de Salvaguarda del Patrimonio Público el 27 de julio de 1984.

Miguel Rodríguez Mendoza (asesor económico del candidato por AD, Carlos Andrés Pérez) el 14 de septiembre de 1988 dijo lo siguiente: "RECADI se convirtió en una distorsión más de la economía, porque se desnaturalizó la acción cambiaria en un sistema discrecional". Moreno León (asesor económico del candidato por COPEI, Eduardo Fernández) por su parte, planteó que necesariamente el Banco Central de Venezuela -de ganar Eduardo Fernández- sustituiría a la Oficina del Régimen de Cambios Diferenciales, puesto que "RECADI no significa otra cosa que la distribución arbitraria de dólares que tenemos actualmente, y ha generado una de las fuentes más escandalosas de corrupción".

Pero a la vez los candidatos, Carlos Andrés Pérez (AD) y Eduardo Fernández (COPEI) se sintieron tranquilos, porque con la unificación cambiaria se les quitaría el dolor de cabeza de los dólares preferenciales. Con el triunfo del candidato adeco, se eliminó la oficina de RECADI y se dio paso a una liberación de los precios del dólar. Para el momento de entrar en vigencia el nuevo esquema cambiario, se determina una paridad nominal del orden de 39,60 Bs/US\$ que era exactamente la paridad del mercado libre para el día en que se eliminó el control de cambios, esto implicaba una fuerte devaluación, si se le compara con el tipo de cambio preferencial que estaba vigente de RECADI, fijado en Bs. 14,50 por dólar desde diciembre de 1986.

La eliminación del régimen de cambio diferencial tuvo la virtud de extirpar una de las mayores fuentes de corrupción que había existido en el país. Por otra parte, el nuevo esquema cambiario tuvo un fuerte impacto en el nivel de los precios, ya que al suprimirse el tipo de cambio preferencial, todos los bienes tendrían que importarse al cambio vigente en el mercado, ello se tradujo como es natural en una aguda inflación de costos en los inicios del programa de ajustes.

Características del Control de Cambio

1. Fijación de un tipo de cambio por autoridad del Estado
2. Los mecanismos normales de oferta y demanda quedan fuera de operación.
3. La reglamentación administrativa para su control es aplicada por el Estado.
4. Restricción de la entrada y salida de divisas.

Tipos de Control de Cambio

Control de Cambio absoluto: Es la reglamentación total de la oferta y la demanda de divisas, es prácticamente imposible de implementarla, por las inevitables y múltiples evasiones y filtraciones que tienen lugar cuando la economía no es enteramente centralizada.

Control parcial o mercado paralelo: Es el control parcial determinante de la oferta de divisas, a precios determinados, con cuyas divisas se atienden necesidades esenciales de la economía; y un mercado marginal, es permitido en el cual se compran y venden cantidades de divisas sorprendentes de operaciones que se dejan libres, y se determinan precios de mercado; este mercado paralelo o marginal, se autoriza para impedir el funcionamiento del mercado negro.

Cambios múltiples: Es aquel en que para cada grupo de operaciones, de oferta y demanda, se fija un tipo de cambio, todos preferenciales y entrada de capital, y para determinadas importaciones y salida de capital; tipo no preferenciales para las operaciones restantes.

Cambio rígido: Es aquel cuyas fluctuaciones están contenidas dentro de un margen determinado. Este es el caso de patrón oro, en que los tipos de cambio pueden oscilar entre los llamados puntos o límites de importación o exportación de oro, por arriba o por debajo de la paridad. Si los tipos de cambio excedieran de dichos límites ocurrirían movimientos de oro que harían volver a las cotizaciones al margen determinado. Su funcionamiento exige la posibilidad concreta de dichos movimientos de oro y se asegura además, mediante un mecanismo operativo de movimientos de capital a corto plazo, ligados a una relación entre los tipos de cambio y las tasas monetarias de interés.

Cambio flexible: Es aquel cuyas fluctuaciones no tienen límites precisamente determinados, lo que no significa que tales funciones sean ilimitadas o infinitas. Es el caso del patrón de cambio puro y del papel

moneda inconvertible. Son los propios mecanismos del mercado cambiario y, en general la dinámica de las transacciones internacionales del país, los que, bajo la condición esencial de la flexibilidad, permiten una relativa estabilidad de los cambios, dadas las elasticidades de oferta y demanda de los diversos componentes de la balanza de pagos.

Cambio fijo: Es aquel determinado administrativamente por la autoridad monetaria como el Banco Central o el Ministerio de Finanzas y puede combinarse tanto con demanda libre y oferta parcialmente libre como con restricciones cambiarias y control de cambios.

Cambio único: Este rige para todas las operaciones cambiarias, cualquiera que sea su naturaleza o magnitud. Se tolera cierta diferencia entre los tipos de compra y de venta de la divisa como margen operativo para los cambistas en cuanto a sus gastos de administración, operación y beneficio normal. El ideal del Fondo Monetario Internacional es este tipo de sistema, que no admite discriminación en cuanto a la fuente de origen de las divisas, ni en cuanto a las aplicaciones de las mismas en los pagos internacionales.

Tipos de Cambio

Cambio spot: Es aquel que se aplica a las operaciones de cambio de contado, éstas operaciones difieren en su naturaleza, siempre teniendo presentes el tipo de mercado en que se negocie, a esto se le llama operaciones bancarias, al mayor y al detal, lo que implica un tipo de cambio de contado diferente para cada tipo de operación.

Cambio a plazo (forward): Son las operaciones cambiarias realizadas a plazo, las mismas casi siempre se les traslada al tipo de cambio de contado. Manifestando su **costo** que se podrá cubrir en el mercado de contado; y por consecuencia, identificarlo tomando en cuenta otros factores así como también el diferencial de la **tasa de interés** interna y la del de la moneda que se negocia.

Cambio referencial: Se utiliza para la conversión de operaciones que no tienen nada que ver o no están ligados a un tipo de cambio específico o pactado. Es muy utilizado por ejemplo en las operaciones administrativas de una aduana, rentas consulares, valoración de activos y pasivos externos para aspectos legales como modo de información.

Cambio resultado de la subasta: Son aquellos que resultan de las cotizaciones que presentan los participantes (operadores cambiarios autorizados) en el mecanismo de subasta. Cada uno de los tipos de cambio presentados refleja la estimación individual que hacen los participantes del valor de la divisa estadounidense en un momento dado, de acuerdo con las condiciones de mercado.

Cambio modal interbancario: Es aquel que se da con mayor frecuencia en un tiempo específico que se lleva a cabo entre las cotizaciones de los bancos presentes en el mercado interbancario.

Ventajas del Control de Cambio

- ❖ Pueden aplicarse a los cambios extranjeros para la compra de bienes y servicios o las transferencias de capital.
- ❖ Proteger las reservas internacionales, la balanza de cambio y el tipo de cambio.
- ❖ Conlleva a un control de precios

Desventajas del Control de Cambio

- ❖ En primer lugar restringe directamente la libre elección de países en los que los individuos pueden comprar o invertir.
- ❖ Generalmente provoca un "mercado negro" de monedas escasas.
- ❖ En particular, por lo que se refiere a los países subdesarrollados, aunque también en los países más avanzados, puede conducir a una corrupción de los funcionarios.

POLITICA CAMBIARIA Y PROGRAMAS DE ESTABILIZACION

Concepto de Política Cambiaria

Una Política Cambiaria es el conjunto de instrumentos y de acciones orientados hacia un determinado fin que es lograr un determinado nivel de tipo de cambio y este nivel tiene un trayecto o senda, por tal motivo, concluyendo la Política Cambiaria es la selección y ejecución de las políticas para alcanzar un determinado nivel del tipo de cambio, básicamente, cuando hablamos de Política Cambiaria hablamos de dos aspectos, en primer lugar, la definición del nivel del tipo de cambio y en segundo lugar, como lo vamos a alcanzar.

Elementos de la Política Cambiaria

Entre los elementos de la política cambiaria encontramos:

Inflación → Desestabilización → Programa de Política cambiaria como elemento central

La inflación Causas y efectos

El concepto de inflación no es más que el aumento sostenido del nivel general de precios. La inflación es medido por un indicador llamado el Índice de Precios al Consumidor o IPC y su tasa de inflación no es más que la variación que muestra ese índice el IPC.

Causas que la Originan

- 1. Financiamiento monetario del déficit fiscal:** sabemos que los gobiernos no están interesados en crear inflación, sino más bien, este interesado en crear actividad económica, créditos, empleos, subsidios, entre otros, esto implica poner a circular dinero y, cuando el dinero comienza a circular en la economía por encima de cierto nivel, genera inflación.. Tampoco estamos diciendo que hay inflación porque los comerciantes o intermediarios abusen de los precios, sin embargo, algunos especulan con las variaciones de los mismos. Pero para que pueda haber especulación, se deben dar condiciones para que sea

posible, entre estas, debe existir una masa monetaria que permita que los precios de los bienes y servicios suban, y el responsable de crear masa monetaria es el gobierno. Es por esto, que la primera causa de la inflación es el financiamiento del déficit fiscal, donde el Gobierno esta gastando más de la cuenta y lo financia con la creación de dinero. En el caso venezolano, esto se evidencia, cuando el BCV le entrega al gobierno utilidades cambiarias, donde cada bolívar es dinero creado respaldado en reservas internacionales implica nuevos bolívares circulando en la economía, esta es una de las formas mas comunes de crear dinero. Existe otra forma de crear dinero, siguiendo en el caso Venezolano, que se comenzó a evidenciar a partir de finales del año 2005, donde recordemos el famoso millardo de las reservas internacionales, activo de la nación, no del BCV ni del gobierno, donde este ultimo las administra. El flujo normal de la creación de dinero es creado cuando PDVSA vende petróleo en el exterior y los dólares obtenidos se los vende al BCV y este le paga bolívares. Adicionalmente, PDVSA paga impuestos al gobierno que este gasta. Es decir, en los actuales momentos el Gobierno esta utilizando este dinero, creado del flujo normal respaldado en reservas internacionales, ya registradas en financieramente en el BCV, a través de Fondos especiales, tales como FONDEN, el cual según información suministrado por el ministro de finanzas, Rodrigo Cabezas, ha recibido en lo que va de año, US\$ 8.760 millones, de los cuales US\$ 6770 millones procedieron del BCV y el resto de PDVSA, por lo cual se estaría incrementando dos veces la unidad macroeconómica y por ello estarían ingresando nuevamente a la economía recursos. Esta operación incrementaría artificialmente la masa monetaria y seria un dinero (pasivo del BCV) que no estaría respaldado por las reservas internacionales (activos), causando inflación.

- 2. Inercia Inflacionaria:** la persistencia de la inflación se explica por los mecanismos inerciales que incorporan mecánicamente la inflación basada en el proceso actual de formación de precios, salarios, y tipo de cambio. Esto es lo que se conoce como la indexación retrospectiva, la cual origina, la inercia inflacionaria. La clave para romper la inercia, es rompiendo las expectativas de los agentes económicos y además hacerlo con credibilidad. Las expectativas se quiebran, cuando se logra anclar una variable que sea creíble y esta variable es usualmente el tipo de cambio.
- 3. Inconsistencia temporal de las políticas:** donde el gobierno por la constante lucha por combatir con la inflación, sin entender el proceso de los puntos anteriores explicados, como el círculo vicioso devaluación-inflación interrumpe el proceso del espontáneo equilibrio económico y crea nuevas políticas generando mayor inflación.

Efectos de la Inflación

1. Las ganancias logradas en el crecimiento y el aumento de la productividad económica se pueden revertir y llegar a niveles inferiores debido a que no tenían efectos duraderos sino pasajeros.
2. El empeoramiento de la estructura y distribución del ingreso perjudicando principalmente, los estratos de ingresos menos favorecidos, clases medias y bajas, con consecuencias nefastas.

Relación entre inflación y el régimen cambiario

Es importante entender la importancia, de la elección del régimen cambiario, porque esta puede tener efectos macroeconómicos de largo plazo, todo esto se reduce a una decisión sobre el cual los mercados, el monetario o el cambiario se prefiere flexibilizar. Cuando el tipo de régimen tiene efectos que realmente afectan al desempeño macroeconómico, entonces, la elección del régimen se convierte en una decisión política importante. Por tal efecto, nos

preguntamos si un tipo de régimen cambiario afecta o no a la inflación. La relación de causalidad entre el régimen cambiario y la inflación puede desenvolverse en dos direcciones, por un lado, un país con un tipo de cambio atado a la moneda de otro país de baja inflación no puede soportar por mucho tiempo una inflación superior a la de sus vecinos. Esto implica que deberá adoptar políticas monetarias y fiscales que conduzcan a una inflación inferior, puesto que la disciplina financiera terminara haciendo colapsar el régimen de cambio. Pero la relación entre régimen de cambio e inflación pueden también funcionar en la dirección opuesta, es decir, un país es capaz de mantener un tipo de cambio fijo porque decide tener una inflación baja y similar a la de sus vecinos, tal es el caso de algunos países asiáticos donde por tradición y convicción la estabilidad de precios siempre fue un objetivo fundamental de la política económica. Ahora bien, lo que nos interesa para el presente punto es si la fijación del tipo de cambio incrementa la disposición de las autoridades de acogerse a los preceptos de la disciplina antiinflacionaria.

Para entender un poco más lo comentado anteriormente explicare dos de algunas de las hipótesis sobre la relación entre la flexibilidad cambiaria e inflación. El efecto trinquete y el círculo vicioso devaluación-inflación.

Efecto Trinquete

Los efectos de la depreciación y apreciación cambiaria sobre los precios no son simétricos, puesto que la depreciación tiende a tener un mayor efecto inflacionario que el efecto deflacionario proveniente de la apreciación. Esta asimetría tiene varias causas, por un lado, los precios tienen una menor flexibilidad hacia la baja, que les permite subir con la depreciación, pero los obliga a permanecer fijos o a bajar menos con la apreciación. Por otro lado, las disminuciones de los precios de importación (por efecto de la apreciación) suelen ser percibidas por los agentes económicos como menos permanentes que las alzas de precios de importación (depreciación), dado que cambiar los precios tiene un costo, las empresas modificaran los precios únicamente en la medida en que perciban que la nueva paridad es permanente. De esta forma,

aun cuando en términos netos el tipo de cambio no se deprecie, la simple volatilidad tiene ya de por sí un impacto inflacionario. El efecto monetario que tiene la intervención oficial en el mercado de divisas también es causa de la asimetría, cuando una moneda se está depreciando, la autoridad intentará suavizar o detener la caída mediante venta de divisas, con la consecuente restricción de la liquidez monetaria. Para evitar el; impacto recesivo de la intervención cambiaria, la autoridad recurre usualmente al de restituirle a la economía toda o parte de la liquidez absorbida. En el caso de una apreciación, sin embargo, la autoridad monetaria expande la liquidez en su intervención para moderar la apreciación, pero no se siente en la misma necesidad de esterilizar su acción expansiva.

Por tal motivo, cuanto mayor sea la volatilidad de los tipos de cambio, mayor será su impacto inflacionario, se asume que regímenes de cambio flexibles son más proclives a la variabilidad del tipo de cambio, y podemos concluir que la flexibilidad cambiaria lleva a un mayor sesgo inflacionario. Esto también se manifiesta a nivel internacional. El efecto deflacionario en los países sometidos a un proceso de apreciación cambiaria es relativamente menor que el efecto inflacionario en los países con procesos de depreciación. Igualmente, los países expuestos al efecto monetario expansivo de la intervención oficial, para atenuar la apreciación tienen relativamente menos incentivos para poner en práctica operaciones de esterilización, con lo cual el acervo mundial de dinero como consecuencia de la variabilidad de los tipos de cambio.

Circulo Vicioso Inflación-Devaluación

El foco del análisis se centra en determinar un conjunto de causas y circunstancias, que pueden conducir una economía a un proceso de reforzamiento mutuo y acumulativo de devaluación e inflación. En el contexto de tipos de cambios flexibles, una perturbación inicial puede desatar un proceso en el que la devaluación del tipo de cambio se trasmite aceleradamente hacia los precios internos y esta inflación interna, a su vez, retroalimienta devaluaciones futuras. Por lo tanto la discusión del círculo vicioso tiene una doble vertiente, por

un lado, debe analizarse en que momento y por que razones un proceso de ajuste puede desviarse hacia una dinámica perversa de reforzamiento acumulativo de devaluación e inflación. Y por otro lado, se plantea la cuestión central de si el régimen cambiario como tal induce a la aparición del círculo vicioso. Existen variantes a tomar en consideración, una de ellas es, que el círculo vicioso se baso en la creencia de que los sistemas cambiarios flexibles tienden a generar inestabilidad dinámica, la explicación de la inestabilidad reside en el carácter financiero del mercado cambiario. Los mercados financieros son mercados de subasta, en los que los precios responden de forma instantánea frente a desequilibrios, a diferencia de los mercados laborales y de bienes, en los que los precios se mueven lentamente a causa de inercias contractuales. La segunda variante, se centra en las características o determinantes que partan el proceso de ajuste de una senda sana y lo desvían hacia una espiral inflacionaria, la razón esencial de esto, dentro de la hipótesis del círculo vicioso, es que la política monetaria reacciona de tal forma acomodaticia frente a la presión devaluacionista. Por tal motivo se habla de tres fases que ocurren en el Círculo Vicioso Devaluación-Inflación. En la fase I de no existir acomodación monetaria, el incremento monetario inducirá a una reducción de la tasa de interés doméstica, salida de capitales y depreciación de la moneda local. La depreciación continuara hasta que la mejoría del saldo de la cuenta corriente se equipare con la salida de capitales. El resultado provisional será una mejoría de la balanza comercial y los efectos del impulso monetario inicial. En la fase II, los salarios y los precios reaccionan frente al deterioro real que ocasiona la depreciación cambiaria a través del incremento de los precios domésticos de los bienes importados. Crecientes presiones inflacionarias se hacen presentes tanto por el lado del traslado de la demanda hacia bienes y servicios domésticos, como en el lado de la oferta por el encarecimiento del componente importado y la elevación del salario real. En la medida que los precios domésticos crecen, la mejoría inicial de precios relativos se revierte, la cuenta corriente se deteriora, el empleo cae y el tipo de cambio continua depreciándose, entrando así la economía en un momento de estanflación. En la fase III, el efecto deflacionario

de la caída del ingreso real y del empleo restituyen el equilibrio real inicial, que se alcanza cuando todos los precios, incluyendo el precio de la moneda doméstica, se han ajustado al nuevo nivel estacionario.

Para que la dinámica de ajuste restituya el equilibrio real inicial (fase III) es necesario que la política monetaria se inhiba de interferir en el mecanismo de ajuste deflacionario, cuando el desempleo es alto y la inflación comienza a ceder. Otra condición necesaria es que los precios de los salarios suficientemente flexibles hacia abajo como para permitir que el mecanismo deflacionario funcione. Pero bien puede suceder que esa flexibilidad no este presente o que el nivel de desempleo sea tan alto, que la autoridad monetaria se vea compelida a acomodar las presiones inflacionarias iniciales mediante expansiones monetarias adicionales. Este es el momento en que puede presentarse ya en las fases I y fase II, pero mas frecuentemente en las fases II y III. La probabilidad de aparición del comportamiento acomodaticio de las autoridades será mayor, cuanto mas importancia relativa tenga el objetivo del empleo dentro de la función de preferencia de las autoridades o cuanto mas rígidos sean los precios y salarios. Esta rigidez dependerá también del mercado laboral o de la existencia de mecanismos inerciales de fijación de precios.

La influencia del régimen cambiario no puede ser relegada al papel del mero disparador de la devaluación. El régimen cambiario también influencia el marco en el que se desenvuelve la política económica, especialmente la monetaria. Los regimenes flexibles permiten con mayor facilidad la adopción de políticas monetarias acomodaticias, principalmente debido a que liberan a la autoridad económica del imperativo de la disciplina que impone un tipo de cambio fijo.⁴

⁴ Tomado de Miguel Ignacio Purroy: *Guías de estudio Regimenes Cambiarios y Economía Cambiaria y su Libro Inflación y Regimenes Cambiarios*

Programas de Estabilización y anclajes cambiarios

Concepto de estabilización

Son acciones que buscan posicionar y mantener a la economía en pleno empleo (keynes) y busca la estabilidad de precios cuando un conjunto de políticas se aplican para resolver y mantener la economía en la senda baja de inflación.

Niveles de Precios de la economía

1. **Fase de Estabilización:** donde se adoptan medidas fiscales monetarias a corto plazo para combatir la inflación.
2. **Fase de Programas estructurales:** reformas estructurales para atacar causas de la desestabilización, donde evidenciamos que su causa principal es el desbalance fiscal.

Éxitos de los Programas de Estabilización

1. Credibilidad, los programas deben ser creíbles y para que sean creíbles deben contener efectos impactantes que evidencien resultados a corto plazo.
2. Que reflejen un compromiso firme de ajuste fiscal.
3. Uso de políticas de ingresos, con la finalidad de compensar la caída del ingreso real de la población, que se deriva del impacto de las medidas de ajuste.

Objetivos de las Políticas de Ingreso

1. Alinear la carga del ajuste sobre sectores sociales
2. Aliviar el impacto recesivo sobre la actividad económica
3. Quebrar las expectativas negativas del público

Las Políticas de Ingreso más usadas, son, los subsidios sociales compensatorios, las congelaciones generales de precios y de salarios, y la

fijación del tipo de cambio, en la medida que el tipo de cambio se aprecia este favorece a la renta salarial, y si se deprecia, favorece a los que persiguen la renta del capital (es el mas usado). Debemos tomar en consideración que el problema de las políticas de Ingreso que se toman lo realizan como políticas sustitutivas de reformas estructurales, es decir, atacan el problema con medidas sustitutas y no con el acompañamiento de reformas estructurales, lo que origina que sean más costosos y difíciles de levantarlas.

Clasificación de los Programas de Estabilización en función a sus Objetivos y anclajes

Los programas de estabilización según sus objetivos se clasifican en reales y nominales. Entre los reales encontramos, con ancla en el tipo de cambio real con objetivos de mantener la competitividad entre los países en cuanto a sus monedas operando bajo un régimen cambiario flexible, debido a que hay que compensar los precios porque estos crecen mas que los precios de sus competidores. Entre los programas de estabilización con objetivos nominales encontramos dos tipos, por un lado un programa con objetivo nominal anclado en la oferta con régimen cambiario flexible, y por otro lado, un programa de estabilización con objetivo nominal anclado en el tipo de cambio fijo con régimen cambiario fijo.

¿Cuándo observamos los tipos de programas de estabilización que se usan dentro de las decisiones políticas de un país nos hacemos la pregunta de cual es el más conviviente?

- Cuando hablamos de un programa de estabilización con objetivos reales anclado en el tipo de cambio real con régimen cambiario flexible, podemos decir, que es bueno, siempre y cuando exista una preferencia por el empleo y debemos entender que el peligro latente económico es la inflación si la dejamos a un

lado es probable que en este tipo de programas la devaluación valida aun mas la inflación.

- Cuando hablamos de programas con objetivos nominales anclados en la oferta con régimen cambiario flexible, la relación entre la variable monetaria y precio hace que se explique el ancla de oferta monetaria, pero hay que tener cuidado con ajustar las tasas de interés pueden perjudicar la economía.
- Y por ultimo, cuando hablamos de programas de estabilización con objetivos nominales anclados en el tipo de cambio con régimen cambiario fijo, encontramos que es la mas usadas en los países en vías de desarrollo, porque permite un efecto inmediato en la reducción de la inflación y al mismo tiempo una reactivación de consumo porque mejora el ingreso de la población a corto plazo, es en el fondo una política de ingreso, debido a que como comentamos anteriormente mejora la capacidad de consumo de la población y esto evidencia su efectividad lo que refuerza su credibilidad.

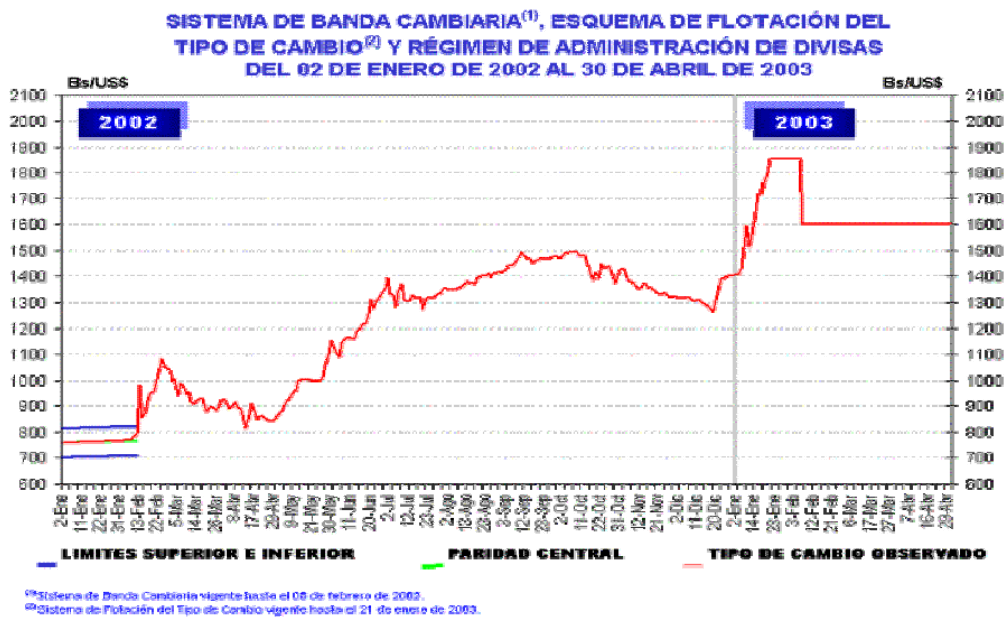
SITUACIÓN ACTUAL DEL CONTROL DE CAMBIO

Comisión de Administración de Divisas (CADIVI)

Para muchos analistas, el control de cambio no sirvió para mejorar la situación económica venezolana. En abril de 1996, entró en vigencia un esquema de flotación entre bandas. Antes de implementar el sistema de bandas cambiarias en julio de 1.996, Venezuela tuvo un momento de transición (abril – julio 1996), en el cual el bolívar flotó libremente. El dólar saltó de bolívares 290 a 470 por dólar. Hasta el 12 de febrero del 2002, Venezuela mantuvo sus bandas cambiarias y el dólar se cotizó a 793 para la venta. 13 de febrero del 2002, entró en vigencia un esquema de flotación, el cual produjo el cierre de la divisa estadounidense en 980 para la compra y 981 para la venta, según el Banco Central de Venezuela. El 5 de febrero de 2003 fue publicado en Gaceta Oficial

Nº 37.625 un decreto de convenio cambiario a través del cual el Ejecutivo Nacional convino en establecer un régimen para la administración de divisas con el nombre de CADIVI (Comisión Nacional de Divisas), un nuevo sistema de control de cambio con el fin de estabilizar la economía venezolana.

Implementada en febrero de 2003 por el Ejecutivo Nacional, esta comisión regula la venta de dólares en el mercado nacional actualmente, sus promotores afirman que fue una medida necesaria con el fin de evitar la fuga de divisas, la disminución de las reservas internacionales, la merma en los aportes al fisco, desestabilización del valor externo de la moneda, todo esto consecuencia de la evasión fiscal, el paro que experimentó la industria petrolera, y la fuga masiva de capitales en los últimos meses, y de la desestabilización en palabras del gobierno "auspiciada por los sectores más elitescos y poderosos del país". (Ver gráfico que se muestra).



Fuente BCV

En términos del Ejecutivo: "La economía venezolana fue golpeada duramente y estaba al borde de un colapso comenzando el 2003, año en el que precisamente de acuerdo con las proyecciones macro-económicas, se lograría la

consolidación de programas sociales destinados a mejorar la calidad de vida de toda la población".

En vista de esta situación, el Ministerio de Finanzas en representación del Gobierno y el Banco Central de Venezuela, establecen un régimen de control cambiario y mediante decreto presidencial es creado el 5 de febrero de 2003 la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI), cuya misión es "administrar con eficacia y transparencia, bajo criterios técnicos, el mercado cambiario nacional y asume el reto de contribuir con su buena ejecutoria y el concurso de otras políticas, al logro de la estabilidad económica y el progreso de la Nación...".

Para la venta de dólares a personas naturales, jurídicas, y otras instituciones se solicitan una serie de recaudos, según sea el caso, por ejemplo para las personas jurídicas entre muchos otros se incluyen: solvencia con respecto al pago de ISLR, IVA, INCE, SSO y otras documentaciones de actualización de las empresas.

Esta comisión ha recibido muchas críticas de expertos economistas entre las cuales destacan:

- ❖ La inconstitucionalidad del régimen del control de cambios, ya que se dice que las libertades económicas previstas en la constitución, están siendo violadas.
- ❖ Lo engorroso que resulta la cantidad de recaudos y el tenerlos todos al día es casi imposible.
- ❖ La modificación constante de los requisitos solicitados (cambian cada 15 días)
- ❖ La demora en la entrega de divisas en sus primeros meses de aplicación, resultó ser la crítica principal, ya que han tardado más de 3 meses en otorgar los dólares.
- ❖ El riesgo de que se convierta en otro RECADI, ya que existe la posibilidad de que se creen empresas "fantasmas" que se hagan pasar por organizaciones de carácter prioritario con el fin de que se le agilice el

otorgamiento de divisas a estas, quedando en ventaja con respecto a empresas reales.

- ❖ Porque trae como consecuencia un mercado "negro" o paralelo que cotiza el precio muy por encima del fijado por el gobierno y que fluctúa con el aumento de la demanda y con el paso del tiempo.

Sanciones y Delitos Cambiarios

En la actualidad, no existe una Ley que regule los actos ilícitos correspondientes al régimen cambiario que en determinado momento pueda presentarse en el país. Sin embargo, existe, un anteproyecto de Ley presentado en la Asamblea Nacional que tiene como finalidad disciplinar las operaciones que se puedan derivar de la aplicación de este régimen, denominada Ley de Delitos cambiarios.

Según el Anteproyecto de Ley de Delitos Cambiarios se sancionarán:

Las acciones que no acaten las normas, los procedimientos y deberes establecidos para obtener divisas, cuando exista la restricción y control de las mismas. (Artículo 2)

Será aplicada a las personas naturales y jurídicas venezolanas y extranjeras que actúen como administradores, intermediarios, verificadoras o beneficiarios de las operaciones cambiarias que se realicen en el marco del régimen cambiario establecido por el Ejecutivo Nacional. (Artículo 4)

Las personas naturales o jurídicas, venezolanas o extranjeras, que ingresen divisas al país destinadas a fines lícitos, estando vigente controles o restricciones a la libre convertibilidad de la moneda, deberán registrarlas ante las autoridades cambiarias o ante los órganos creados al efecto, y tendrán derecho a exportarlas con los beneficios e intereses siempre que cumplan con los requisitos que a tal fin establezcan los Convenios Cambiarios celebrados entre el Ejecutivo Nacional y el Banco Central de Venezuela, así como de las normas derivadas de su aplicación. (Artículo 5)

Toda persona que compra o venda divisas, vulnerando los requisitos, condiciones o lapsos establecidos en el convenio de control de cambio vigente, o sin la intervención de la institución autorizada para afectar dicha operación, será sancionada con prisión de diez (10) a catorce (14) años y multa de cinco (5) a diez (10) veces el equivalente en bolívares del monto de la respectiva operación cambiaria. (Artículo 7)

El monto establecido por el BCV junto con el Ejecutivo para la compra y venta de dólares en los actuales momentos es de 2.150 Bs/\$ y podrán ser adquiridos en los bancos y en las casas de cambio siempre y cuando dichas operaciones estén autorizadas por CADIVI.

El gobierno anuncio que posiblemente se levanten dichas restricciones cuando se restablezcan totalmente las operaciones en la industria petrolera.

En una opinión muy particular e importante y en sentido cíclico, ¿será que la historia se repite en diferentes situaciones? como todo ciclo económico, ¿existe una etapa de expansión, desarrollo y otra de recesión?

Lo cierto es que las consecuencias del control de cambio en la economía venezolana han generado efectos que al parecer son bombas de tiempos en las que económicamente hablando son insostenibles en economías de países en vía de desarrollo. Importantes economistas comentan que en el ámbito interno, el control de cambio trae las mismas consecuencias de las que se implementaron entre los años 1.994 y 1.996, a saber: distorsión de la distribución, ineficiencia en la asignación de recursos y la constitución de un mercado paralelo. El control de cambio en nuestro país no sólo comprende la regulación del precio de la divisa sino también el volumen de divisas a adquirir.

En una economía como la venezolana, una economía en donde a través de políticas de cambio permiten incrementar los niveles de liquidez monetaria circulante, y políticas restrictivas, donde se evidencian los controles de cambios, se evidencian disminuciones en la esterilización de los excedentes monetarios, también una pérdida en la relación de las tasas de interés internas vs. Las tasas

de interés externas, y por supuesto una disminución de las alternativas internas de inversión con miras de inversión extranjera. Dentro las inversiones internas destacan la disminución de los fondos que se hacían en los fondos mutuales en divisas casi todos han cerrado en la medida en que fueron venciendo, las restricciones en el mercado bursátil en lo referente a los bonos brady, los cuales, no se pueden seguir negociando en Venezuela y esto con sus consecuentes efectos en las tasas de interés afectadas por los excesos de liquidez. Si pensamos un poco, acerca de las tasas de intereses, podemos observar que sus descensos coinciden en los periodos de controles de cambio que han sucedido en el país.

En cuanto al mercado bursátil específicamente a la Bolsa de Valores de Caracas, la capitalización del mercado para 1991 era de 13.000 millones de dólares, pero a partir del 2004 paso a 6.880 millones de dólares, lo cual es motivo de análisis, debido a que Venezuela para el año 1991, en Latinoamérica, ocupaba el tercer lugar en cuanto al tema de la capitalización, hoy en día, prácticamente no existe, se redujo a menos de 50%, de esto, es importante en destacar que de esos 6.880 millones de dólares , 3.000 millones corresponden a la acción de CANTV, que para 1991 era una empresa publica , luego pasa a ser privada y en los actuales momentos la empresa acaba de ser comprada nuevamente por el gobierno y están en proceso de transición. Desde 1991, las negociaciones de renta variable en el mercado bursátil, específicamente el venezolano, y básicamente a partir del 2003, se han venido recuperando, principalmente por las acciones de CANTV constituidas en ADR (American Depositary Receipts) que cotizan en la bolsa de NY, la cual tiene un impacto fuerte en el mercado venezolano. Por otro lado, cabe destacar, bajo esquemas de políticas cambiarias con programas de estabilización económica con regimenes de controles de cambio, es importante destacar que una de las vías más atractivas para las inversiones de obtener divisas legalmente, es a través de estas acciones. Con la compra del gobierno de la empresa, los ADR de CANTV dejan de cotizar, es decir, quedan en el mercado de NY suspendidos hasta nuevo aviso, ocasionando impactos en indicadores bursátiles de la Bolsa

de Valores de Venezuela. Justamente bajo estos antecedentes me permito en explicar el impacto del control de cambio en el mercado bursátil venezolano.

MERCADO DE CAPITALES, BALANZA DE PAGOS Y ACTUALIDAD VENEZOLANA

Mercado de Capitales

En materia económica un mercado es el lugar o área donde se reúnen compradores y vendedores para realizar operaciones de intercambio y se determinan los precios.

Los mercados financieros son aquellos en donde se intercambian activos financieros, los mismos son encargados de determinar los precios en la interacción de compradores y vendedores por un activo comercializado, proporcionan un mecanismo para que el inversionista venda un activo financiero y adicionalmente, reducen los costos de las transacciones. Los mercados financieros pueden ser: mercados monetarios y mercados de capitales.

Los mercados monetarios son aquellos donde se negocian instrumentos con plazo de vencimiento igual o menor a un año. Están integrados por las instituciones financieras, que proporcionan el mecanismo para transferir o distribuir capitales de la masa de ahorradores hacia los demandantes (prestatarios). Ejemplos de ellos encontramos, mercados para Letras del Tesoro, mercado de papeles comerciales, el mercado de intercambio entre otros.

En Venezuela el mercado monetario es supervisado por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, mediante la Ley General de Bancos, sus regulaciones se llevan a cabo a través de leyes, decretos, resoluciones y otros textos legales, pero debemos entender que el control del dinero lo tiene parcialmente el Banco Central de Venezuela.

Los mercados de capitales están integrados por una serie de participantes que, compra y vende acciones e instrumentos de crédito con la finalidad de que los financistas cubran sus necesidades de capital y los

inversionistas coloquen su exceso de capital en negocios que generen rendimiento.

En Venezuela el mercado de capitales está regulado por la Comisión Nacional de Valores, a través de la Ley de Mercado de Capitales. Esta Ley regula la oferta pública de valores, estableciendo a tal fin los principios de organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de control.

El Mercado de Capitales en Venezuela, como cualquier otro mercado internacional, está conformado por una serie de participantes que, compra y vende acciones e instrumentos de crédito con la finalidad de ofrecer una gama de productos financieros que promuevan el ahorro interno y fuentes de capital para las empresas. Los mercados de capitales son una fuente ideal de financiamiento por medio de la emisión de acciones, con el fin de mantener balanceada la estructura de capital de la empresa.

A los mercados de capitales concurren los inversionistas (personas naturales o jurídicas con exceso de capital) y los financistas (personas jurídicas con necesidad de capital) Estos participantes del mercado de capitales se relacionan a través de los títulos valores, estos títulos valores pueden ser de renta fija o de renta variable.

Elementos de los Mercados de Capitales

En el Mercado de Capitales los participantes que llevan a cabo el funcionamiento de mercado son:

1. Comisión Nacional de Valores: Organismo creado por la Ley de Mercado de Capitales de fecha 16 de mayo de 1973, modificada en 1975 y 1998, que tiene por objetivo la promoción, regulación, vigilancia y supervisión del mercado de valores, con personalidad jurídica, y patrimonio propio e independiente del Fisco Nacional, está adscrita al Ministerio de Finanzas, a los efectos de la tutela administrativa.

2. Caja de Valores: Sistema de compensación y liquidación de valores que provee simultáneamente un intercambio de valores y efectivo en la fecha de liquidación que se acuerde. En la fecha de liquidación, los valores se transfieren de la cuenta del vendedor a la cuenta de valores del comprador. Mediante este sistema no tiene lugar ningún movimiento físico de valores o sumas en efectivo. Esta Entidad que facilita la rápida transferencia de fondos y de valores depositados por las personas naturales o jurídicas que participan activamente en el mercado de valores, otorgándole a éstas la consiguiente seguridad jurídica en la ejecución de las operaciones pactadas, a la vez que permite la inmovilización física de dichos valores, minimizando los riesgos por robo, extravío, falsificación, entre otros.

3. Bolsa de Valores: Son mercados secundarios oficiales, destinados a la negociación exclusiva de las acciones y valores convertibles o que otorguen el derecho de adquisición o suscripción. La Bolsa de Valores no constituye mecanismos directos para la obtención de capitales, sino más bien provee un lugar físico y los servicios necesarios, para que vendedores y compradores de títulos valores, a través de Corredores Públicos, Accionistas o sus apoderados, efectúen sus transacciones con tales títulos. Los miembros de la Bolsa asisten a reuniones denominadas Rueda de Corredores, para realizar las operaciones que les han sido encomendadas. Allí los Corredores hacen sus ofertas de venta o compra indicando la especie de valores, la cantidad, precio y la clase de operación que propone.

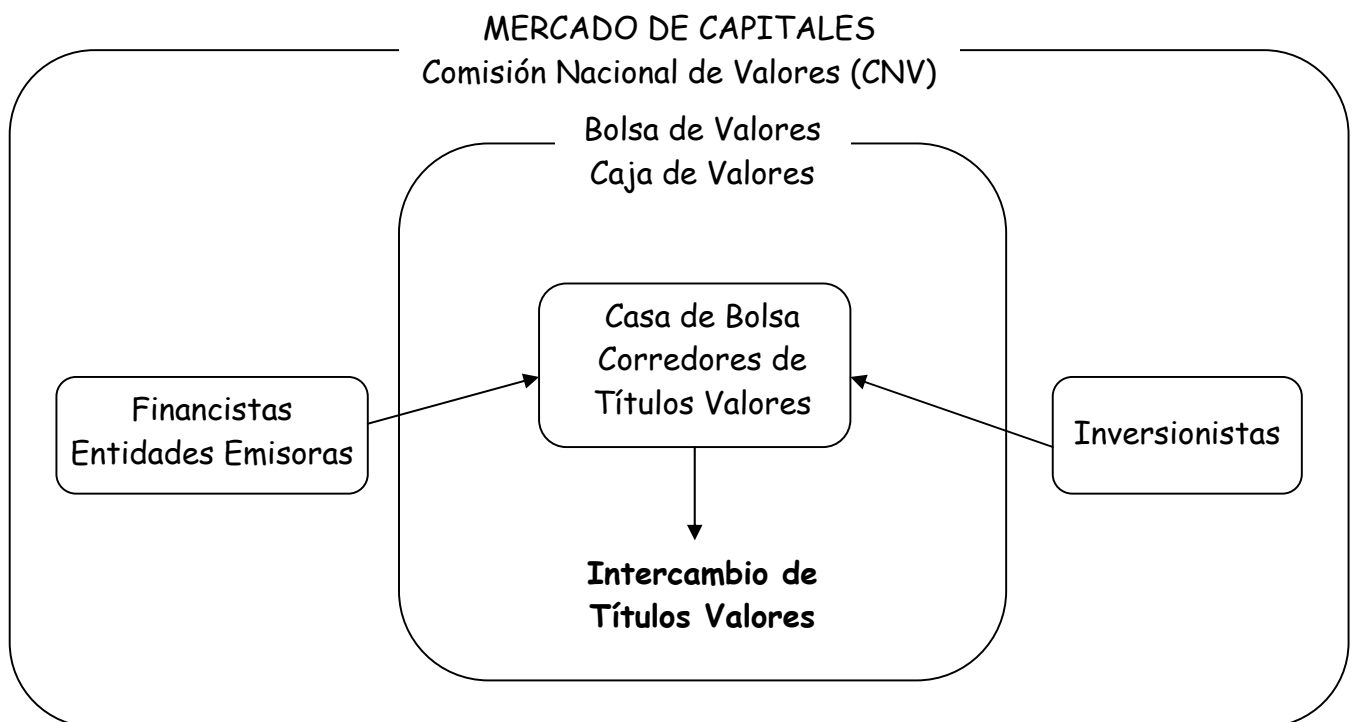
Entidades emisoras Son las instituciones que emiten y colocan sus títulos valores en los mercados organizados para financiarse.

Intermediarios

1. Corredor de Títulos Valores: El Corredor Público de Títulos Valores es definido en las Normas relativas a la Autorización de los Corredores Públicos de Títulos Valores en su artículo 1° como la persona natural o jurídica que tiene entre

su objeto principal realizar operaciones de corretaje con valores, previa autorización de la Comisión Nacional de Valores para actuar como tal.

2. Casa de Bolsa. Sociedad o casa de corretaje: autorizada por la Comisión Nacional de Valores para realizar todas aquellas actividades de intermediación de títulos valores y actividades conexas. Cuando una sociedad de corretaje es admitida en una bolsa de valores puede emplear la denominación casa de bolsa. A la Bolsa de Valores de Caracas pertenecen 63 casas de bolsa, siendo cada una propietaria de una acción y habiendo sido aprobado su ingreso como miembro por la institución



¿Qué es la Renta Variable?

Los instrumentos de Renta Variable son especialmente aquellos que son parte de un capital, como las acciones de las compañías anónimas.

La denominación "variable" se relaciona con la variación que puede haber en los montos percibidos por concepto de dividendos. En tanto, los dividendos pueden ser en efectivo o en acciones.

Por lo general, los instrumentos de renta variable reportan a sus tenedores ganancias o rendimiento en el largo plazo, a cambio de un mayor riesgo.

Las acciones son representativas del capital de una empresa. Por tanto, los accionistas son copropietarios y por lo tanto solidarios con la responsabilidad de la compañía, ejerciendo su papel en las asambleas generales ordinarias y extraordinarias, que eligen a las autoridades y deciden sobre los cambios y expansión de actividades que les propone la junta directiva.

En el mercado bursátil, los accionistas pueden resultar beneficiados o perjudicados. De este modo, si una empresa es conducida con eficiencia y esto es apreciado por el mercado, los accionistas recibirán mayores dividendos, y el o los títulos que emita esa sociedad tenderán a aumentar de precio. Si, en cambio, el desempeño es erróneo, disminuirán los dividendos y la cotización de la acción de esa firma en la Bolsa.

¿Qué son los ADR?

Lo que se conoce como un American Depositary Receipts (ADR, por sus siglas en inglés) no es más que la acción de una corporación extranjera que puede comprarse y venderse en el mercado de valores de Estados Unidos. En vigor, por primera vez desde 1927, los ADR hacen posible que el inversionista estadounidense pueda adquirir valores de compañías de otro país.

Por norma, la función de adquirir las acciones en el exterior y de venderlas corre por cuenta de un banco inversionista, el cual se encarga de registrar la operación con la Comisión de Valores estadounidense (SEC) para luego listar tales acciones, digamos que en la Bolsa de Nueva York, como ADRs y valoradas en dólares. Hoy en día son más de 1.100 las compañías extranjeras registradas en la SEC.

El precio de un ADR en dólares no necesariamente tiene que coincidir con el equivalente de la acción en la moneda extranjera que corresponda, puesto que por razones prácticas a veces un ADR representa o bien una fracción de dicha acción o equivale a varias de ellas.

En nuestro país existen empresas que operan con acciones constituidas con ADR, tal es el caso de la Electricidad de Caracas y de CANTV, aunque cabe mencionar que en los actuales momentos los ADR de la empresa CANTV por el tema de la compra del gobierno han quedado suspendido en este mercado internacional.

Balanza de Pagos

Concepto de Balanza de Pagos

La relación entre la cantidad de dinero que un país gasta en el extranjero y la cantidad que ingresa de otras naciones. El concepto de balanza de pagos no sólo incluye el comercio de bienes y servicios, sino también el movimiento de otros capitales, como la ayuda al desarrollo, las inversiones extranjeras, los gastos militares y la amortización de la deuda pública.

Las naciones tienen que equilibrar sus ingresos y gastos a largo plazo con el fin de mantener una economía estable, pues, al igual que los individuos, un país no puede estar eternamente en deuda. Una forma de corregir un déficit de balanza de pagos es mediante el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones, y para lograr este objetivo suele ser necesario el control gubernamental. Por ejemplo, un gobierno puede devaluar su moneda para lograr que los bienes nacionales sean más baratos fuera y de este modo hacer que las importaciones se encarezcan

El término balanza de pagos puede también aludir al registro contable de todas las transacciones económicas internacionales realizadas por un país en un periodo de tiempo determinado (normalmente un año)

Crisis de balanza de pagos y huída de capitales

Los participantes en el mercado de divisas esperan que el tipo de cambio fijo se mantenga en su nivel corriente indefinidamente. Sin embargo, en muchas situaciones el banco central puede considerar que no es conveniente, o que resulta imposible mantener el tipo de cambio corriente. El banco central puede llegar a encontrarse con una escasez de las reservas internacionales, por ejemplo, se puede encontrar en una situación de desempleo interno. Los agentes del mercado saben que el banco central puede responder a tales situaciones mediante una posible devaluación de la moneda, por lo tanto, no sería razonable esperar que el tipo de cambio se mantuviese indefinidamente.

La expectativa por parte del mercado de una modificación inminente del tipo de cambio da lugar a una crisis en la balanza de pagos, es decir, a una fuerte variación de las reservas internacionales causada por una modificación de las expectativas acerca del tipo de cambio futuro. La expectativa de una futura devaluación origina una crisis de la balanza de pagos, caracterizada por una fuerte disminución de las reservas internacionales y por un aumento del tipo de interés interno por encima del tipo de interés externo. De forma similar una revaluación esperada, produce un fuerte aumento en las reservas internacionales y una disminución del tipo de interés interno, que se sitúa por debajo del tipo de interés externo. En este punto explicado anteriormente de una manera muy general, cabe destacar, la situación actual venezolano y el impacto que tiene el régimen de cambio fijo. En nuestro caso, una de las vías con efectos inmediatos a corto plazo de incrementar las reservas internacionales es a través de un control de cambio, lo que evidenciamos en Venezuela es que desde el año 2003 se creó una institución administradora de divisas bajo el nombre de Comisión de Administración de Divisas CADIVI, con el fin de regular el mercado económica venezolano, incrementar las reservas internacionales y afianzar mediante estas políticas la credibilidad del poder del gobierno actual. Es decir, los controles de cambio, bajo esquemas de situaciones de no querer realizar devaluaciones de la moneda permiten incrementar las reservas internacionales

de un país, pero esto lleva a consecuencias de largo plazo que pueden ser perjudiciales debido a que esto permite un incremento en la masa monetaria del país, originando inflación y se produce lo explicado en el capítulo II acerca de la hipótesis del círculo vicioso en condiciones de regímenes de controles de cambio, evidenciándose en un mercado que surge paralelamente llamado el mercado negro o mercado paralelo. Lo cierto es, que la pérdida de reservas internacionales que acompaña al temor a la devaluación es a menudo identificada como la huida de capitales, ya que el cargo asociado a la balanza de pagos es una salida de capital privado. La huida de capital representa una preocupación particular para el gobierno cuando surgen los temores a una devaluación, porque las reservas del banco central son insuficientes para proceder a ella, disminuyendo aun más su nivel, la huida de capitales puede obligar al banco central a devaluar más pronto y en una proporción superior a la que se había previsto. La huida de capitales reduce el producto al provocar una disminución de la oferta monetaria y elevar el tipo de interés real. Este efecto contractivo de la huida de capitales es otra de las razones por la que los gestores de la política económica intentan evitarla.⁵

Orígenes y Causas del Control de Cambio Internacional y su efecto en el Mercado Bursátil Venezolano.

La crisis venezolana tiene un carácter esencialmente institucional. El Estado, como el colectivo, ductor del proceso de acumulación de capitales basado en la renta petrolera, trajo consigo al resto de las variables estructurales que constituían el modo de regulación de la economía venezolana. En consecuencia el régimen de acumulación se agoto, y sobrevino una crisis. Hoy en día nos encontramos en una etapa de transición hacia una forma de acumular desconocida y que se hace necesario determinar. Ya el estado no podrá ejercer el mismo peso que en décadas pasadas, y el capital privado se vera obligado a redefinir su papel en el proceso productivo y sus pretensiones en relación a la valorización de su capital.

⁵ Léase detalles en Paul R. Krugman y Maurice Obstfeld: *Economía Internacional Teoría y Practica*

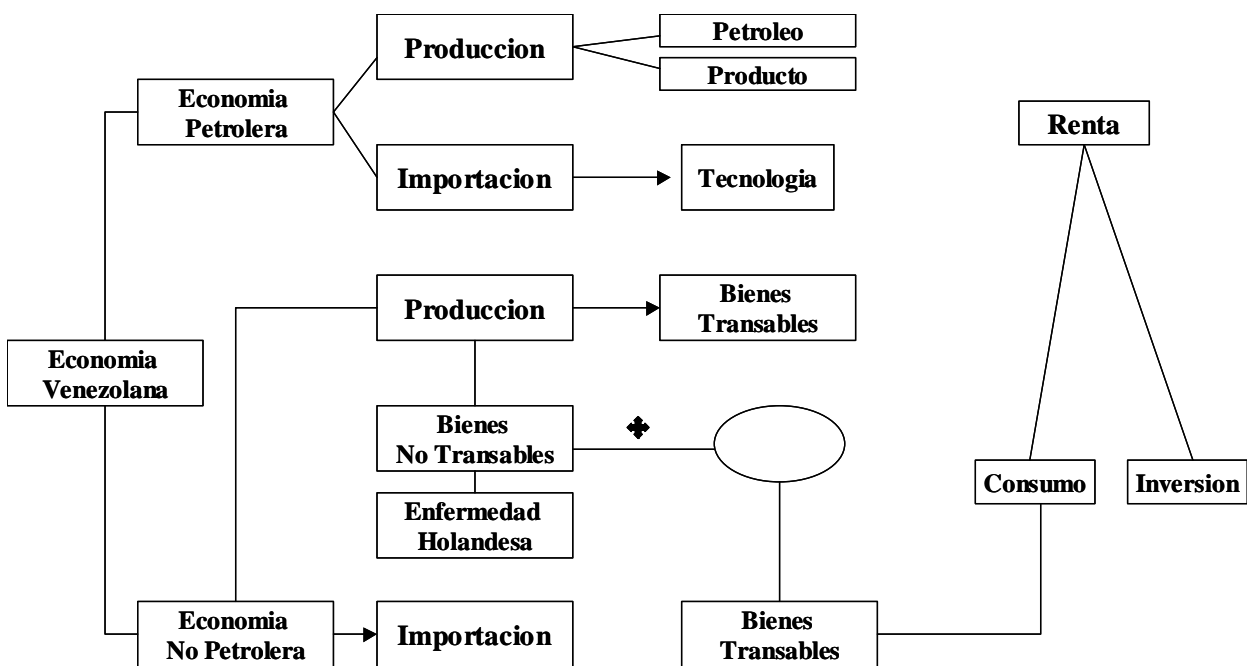
Hace aproximadamente dos décadas el régimen de acumulación⁶ en Venezuela, es decir, la manera de acumular capital, de reproducirlo, de continuar con la creación de la base material del país, entro en una etapa de franco agotamiento. Esta manera de acumular capital en Venezuela estuvo siempre dirigida por el estado a través de una particular distribución de renta petrolera. Pero ese régimen de acumulación se agoto. El Estado, no pudo garantizarle mas al sector privado su horizonte de valorización de capital. El capital privado ya no pudo contar con un alto rendimiento de lo invertido como era la costumbre económica. Y en consecuencia busco salidas para obtener en otras regiones, tasas de rendimiento más atractivas.

Esto sucede, debido al carácter rentista de la economía, es decir, un modo de desarrollo⁷ basado en un ingreso mayoritariamente no producido por el trabajo de los venezolanos, termino creando grandes distorsiones en el proceso de desarrollo que privilegiaron los sectores mas productivos de la economía en detrimento de los mas productivos. Si se observa el grafico que se muestra, se vera que la economía venezolana produce, en su economía petrolera, un monto apreciable de renta petrolera que permite adquirir bienes transables en el exterior. Por su parte la economía no petrolera, produce bienes transables, que conjuntamente con los que importa, contribuye a crear un importante incremento en los transables, generando así el fenómeno conocido como "la enfermedad holandesa". El desequilibrio que se produce en la economía venezolana como consecuencia de una cierta especialización inducida por la renta petrolera, lleva a concentrarse en la producción de bienes no transables originando un sector muy desarrollado en generación de servicios, que crean efectos perversos privilegiando los sectores menos productivos, como es el caso de la agricultura. Este fenómeno es conocido como "la enfermedad holandesa", por haberse

⁶ El régimen de acumulación de capital se define como el conjunto de regularidades que aseguran una progresión general y relativamente coherente de la acumulación de capital. Regularidades que permiten reabsorber y diluir en el tiempo, las distorsiones que nacen del propio proceso (boyer, R., 1987)

⁷ Se entiende por Modo de Desarrollo o Modo de Crecimiento a la conjunción del Régimen de Acumulación y el Modo de Regulación. Además el Modo de Desarrollo cuenta con un tercer elemento que es el modelo de organización del trabajo, que se refiere a los principios generales que gobiernan la organización del trabajo y su evolución (Lipietz, A., 1989)

originado en los países bajos, debido a la afluencia de ingentes recursos, producto de los yacimientos de gas del Mar del Norte, trajo en alguno de ellos, un proceso de desindustrialización importante. Se desarrollo en un país netamente importador, productor de toda clase de servicios. Por otra parte, el Estado agente ductor de la formación de capitales del país, se hizo ineficaz, y no pudo continuar garantizando la conducción del mencionado régimen de acumulación de capital. El sector privado, deberá aspirar a niveles de ganancia más modestos y reales que los acostumbrados. Se sabe que el rendimiento del capital en los países industrializados se sitúa entre un 15% o un 20% de lo invertido. En Venezuela dichos porcentajes son muy superiores y han alcanzado niveles sorprendentes⁸.



EL DOBLE CARÁCTER DE LA ECONOMIA VENEZOLANA

Fuente: Econoanalítica

Venezuela ha experimentado cambios profundos en la sociedad civil y en su sistema político, y en consecuencia, igual deben hacerlo sus agentes

⁸ B. Mommer señala que dicho rendimiento en los estados unidos de Norteamérica se ubica alrededor de un 15%

económicos. Esto conduce a una necesidad inaplazable: la concertación; un acuerdo político nacional. Las medidas macroeconómicas que el gobierno tuvo que atacar para intentar una salida a la crisis de esos momentos, se tratarían de toques en lo económico, lo político y lo ético. En lo económico, atacar el desequilibrio fiscal mejorando, la administración tributaria (Seniat), lo que implica una eficiencia y eficacia del instituto antes mencionado, y de la misma manera mejorando la gestión del gasto publico en todos lo niveles. Estos dos aspectos tenderán a un control de la demanda agregada interna, para luego llegar a un acuerdo temporal de fijación de precios. De esta manera, podrá inducirse un proceso que tienda a controlar la inflación. En lo referente a la político-social, un pacto de esta naturaleza pasa por un entendimiento para aprobar un conjunto de leyes que permitirán, no solo el cumplimiento de los objetivos fiscales en el corto plazo, sino también reordenar los problemas laborales que impedirán una tensión social permanente, condición necesaria para crear un clima que facilite la aplicación de medidas de estabilización. Todo ello redundara, un beneficio de un control más efectivo de la inflación. Finalmente, en el campo de lo ético, si no se intenta abordar el proceso de corrupción instaurado en el país, y no se modernizan las instituciones de nada valdrán acuerdos en lo económico en lo social y en lo político. La posibilidad de reorientar al país un nuevo modo de desarrollo pasa inevitablemente por una serie de acuerdos en el campo de lo económico, lo político-social, y lo ético. Mientras todos estos aspectos no corran de manera paralela se confrontaran graves problemas y estaremos difiriendo la estabilidad del país de manera global.

Lo anteriormente planteado, tendrá sentido, si el gobierno se aboca en la elaboración y presentación de un programa de desarrollo social y económico global coherente; en donde medidas para la coyuntura se inserten y se articulen en un plan mediano y largo plazo que contemple una estrategia de desarrollo definida. Esto se hace necesario, porque cuando se aplican medidas para corregir distorsiones económicas que solo tocan aspectos puntuales, la coyuntura genera efectos perversos instaurando el mencionado circulo vicioso en donde lo coyuntural y lo estructural se confunden, e inducen a pensar que las

soluciones a corto plazo de problemas críticos, resuelven finalmente, la grave situación de crisis cuando por el contrario tienden a profundizarlo.

En un sistema capitalista como el venezolano, ante buscar una solución a la crisis comentada, existen dos vías de escape o dos salidas posible de la misma: o se vuelve al pasado, insertándose una vez mas el viejo esquema de intervención exagerada, de regulaciones y controles en todos los ámbitos, y en donde se nuestra “autonomía económica” dependía de decisiones exógenos, o en cambio, se adopta un esquema capitalista que redimensione el Estado en donde se definan claramente las políticas, o se ira inexorablemente al fracaso.

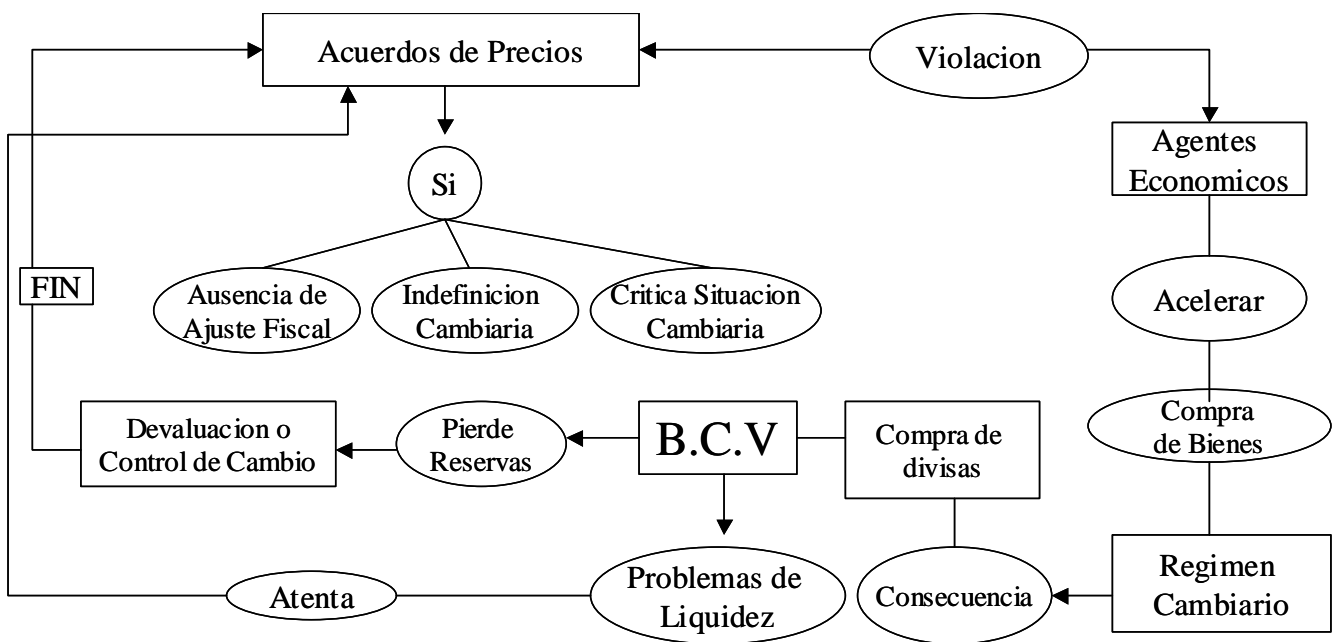
En Venezuela es imprescindible ubicarse dentro del contexto de la globalización y abrir la economía para que reestime el proceso de inversión.

En un país donde el déficit fiscal es elevado, con un proceso de inflación cada vez mas alta, con un sistema político en donde los que tradicionalmente han sido los intermediarios entre la sociedad civil y el Estado, retardan su modernización; con un sector privado acostumbrado a multiplicar sus ganancias bajo el ampara del Estado; un país donde la renta petrolera no era suficiente para honrar los compromisos adquiridos , de gasto publico, de deuda, etc.,; tiene necesariamente que abrirse a la inversión externa para desarrollar su industria básica fundamental: el petróleo.

Por lo tanto, el carácter de la crisis venezolana, es un carácter esencialmente endógeno, esta determinada en lo fundamental por un modo de desarrollo interno basado en la renta petrolera que privilegio una cierta especialización de la economía que la hizo improductiva. Por tanto no fue la caída de los precios del petróleo lo que produjo la crisis, aunque ello influya sobre la misa. Por otro lado, también se considera su carácter estructural, en consecuencia, las medidas que se tomen deben orientarse, sin desmedro de la necesidad de medidas puntuales, a decisiones más globales y articuladas. Y por ultimo la crisis venezolano, también tuvo un carácter institucional importante puesto que cuando el Estado se vuelve ineficaz arrastra consigo las demás variables estructurales (tales como dinámica monetaria, el régimen de

competencia imperante, y las formas de reproducción del asalariado, entre otras) que regulan los procesos económicos.

Por lo anteriormente señalado, en el lo referente a las políticas de ingreso, son los orígenes y las causas del porque se instaura un control de cambio en Venezuela, con el fin, entre otras razones de de impedir el encarecimiento de los precios producto de una devaluación, para evitar la fuga de capitales al exterior y para ejercer una discriminación sobre cierto tipo de importaciones. Si el acuerdo de precios establecido, para impedir el progresivo encarecimiento de los mismos, no se respeta, traerá consecuencias inmediatas en los distintos agentes económicos (léase grafico a continuación)



Fuente: Econoanalitica

Los agentes económicos bajo estos escenarios se verán impulsados a la compra masiva de divisas y a todo tipo de bienes dados las expectativas inflacionarias. Esto traería consecuencias inmediatas al BCV: perdida de reservas y problemas de liquidez.

Por lo tanto un control de cambio, es entonces, una medida que debe ser “transitoria” para ponerle freno a una situación crítica de agotamiento de reservas, de escalada de precios, de especulación, tal como se venía dando desde 1.994.

El control de cambio se da dentro de un contexto crítico, en un estado institucionalmente débil, en donde resulta difícil la ejecución de los controles para que lo dispuesto por el gobierno se cumpla. La crisis financiera indujo al gobierno actual tomar medidas urgentes tales como el control de cambio, y este frente al inversionista, busca la mejor manera de adaptarse. Tal es el caso del impacto que ha tenido el control de cambio internacional sobre el mercado bursátil venezolano, donde el inversionista, por la búsqueda legal de divisas logra comprar y vender acciones de empresas venezolanas respaldadas en ADR con el fin de obtener la tan anhelada moneda referencia. De aquí el impacto del control de cambio sobre el mercado bursátil venezolano. El mismo se explicara en detalle en el Capítulo IV dando ejemplo en el caso de la empresa de telecomunicaciones venezolana CANTV.

CAPITULO III

MARCO METODOLOGICO

En este capítulo se presenta la información del marco metodológico bajo el cual se desarrolló el proceso de investigación del presente trabajo. Se especifica el tipo de estudio realizado, el método de investigación y las técnicas de recolección de datos utilizados.

Dada la naturaleza del proyecto desarrollado que consistió en el análisis de diversas fuentes documentales y de la opinión de algunos expertos, a fin de comprender su contenido y analizar su relación a la problemática planteada, se efectuó una Investigación Explicativa con miras a entender las características principales del fenómeno en estudio, sino también determinar sus orígenes y causas.

Como estrategia se utilizó la Investigación Documental en diversas fuentes documentales. La obtención de fuentes elaboradas o secundarias se llevó a cabo a través de la recopilación de bibliografía, artículos, revistas, documentos, trabajos de grado, otras publicaciones; que sirvieron de base para el desarrollo de la investigación.

Por otra parte, las entrevistas realizadas formaron parte del estudio efectuado en la Bolsa de Valores de Caracas, lo cual permitió conocer el impacto del control de cambio sobre el mercado bursátil venezolano.

CAPITULO IV

CASO DE ESTUDIO

Situación Económica Actual, El Efecto del Control de Cambio Internacional sobre el mercado bursátil venezolano. Situación CANTV

La situación actual de Venezuela a nivel general se describe en, una elevación de la ejecución presupuestaria. La cual, según el Ministerio de Finanzas, durante el 2006 el gasto comprometido alcanzo 94% (VEB 128 billones) del total y su ejecución alcanzo un 91%, es decir, el gasto ejecutado fue de VEB 116,4 billones. En años anteriores, la tasa de ejecución presupuestaria rondaba el 95%. Según el Ministerio de Finanzas, el Gobierno, en el 2006 genero VEB 12 billones (USD 5.581 millones) en excedentes. En el 2005, el Ministerio de Finanzas, señalo que los excedentes fueron de VEB 16 billones (USD 7.442 millones).

Por otro lado, más bonos argentinos, en el marco de la reunión de presidentes del MERCOSUR. El presidente Chávez señala compra bonos de la deuda de argentina y seguirá emitiendo bonos de PDVSA con el fin de controlar la inflación a través de retirar la liquidez del mercado venezolano.

Ayuda a Ecuador. El Ministro de Economía de Ecuador, Ricardo Patino, manifestó que esta solicitando al gobierno venezolano un financiamiento por USD 1.000 millones, los cuales se utilizaran para cubrir los problemas de caja. Esto da en el contexto en el que Venezuela se prepara para la compra de empresas y el precio petrolero se encuentra en sus niveles mínimos de los últimos dos años.

Autoriza emisión de letras. La Comisión de Finanzas de la Asamblea Nacional aprueba emisiones de Letras del Tesoro para atender problemas en el flujo de caja de la Tesorería Nacional.

Cambios en el ISLR. En el marco de la Ley Habilitante el Ejecutivo Nacional contempla realiza cambios en materia de ISLR, con el fin de regular las

ganancias de empresas mediante el ajuste al procedimiento de declaración del tributo, debido a que los contribuyentes no podrán imputar algunos tipos de gastos. Por otro lado, se estudia suprimir algunos desgravameles y además revisar exoneraciones y exenciones. La reforma de la Ley de ISLR también abarcará el sector petrolero. En ese sentido, se contempla incluir los procedimientos de declaración de las empresas mixtas.

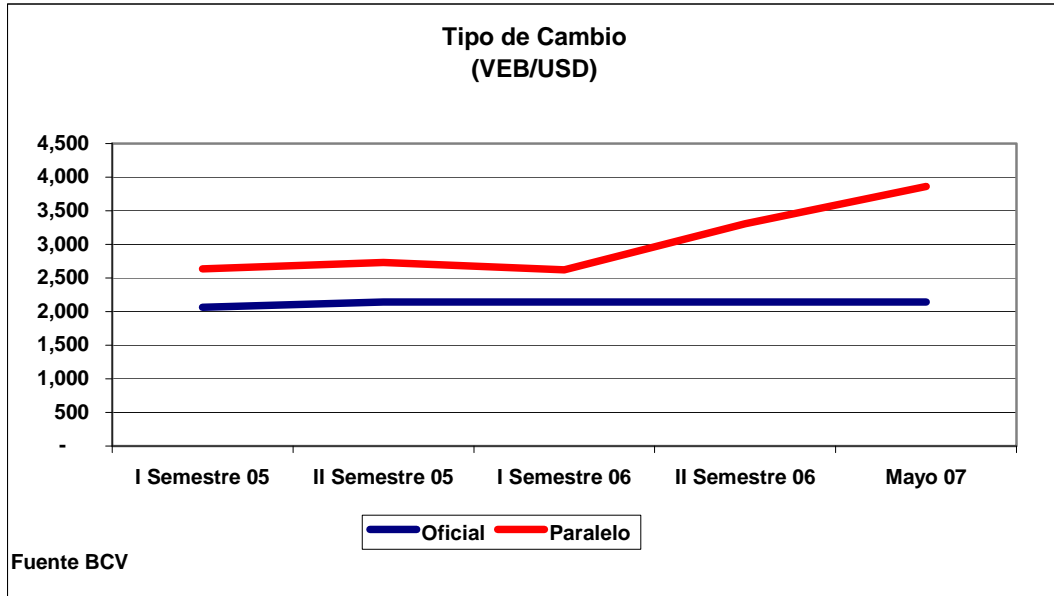
Se creará el impuesto al lujo. El SENIAT, tiene previsto reformar la Ley del Impuesto al Valor Agregado para cobrar más tributos por los bienes considerados de lujo.

La tasa de Desempleo cierra en un 8,4% según el Instituto Nacional de estadísticas (INE), donde solo el 54,9% están el sector formal y el resto en la economía informal.

El tema de la Ley de Ilícitos Cambiarios, donde la verdadera solución está en la flexibilización. Sin embargo, la fijación del tipo de cambio paralelo, responde a múltiples factores que tienen que ver, con la oferta y demanda de divisas, la actuación de CADIVI, la formación de expectativas por parte de los agentes económicos, entre otros. El estado debería para evitar estos saltos tan fuertes en el tipo de cambio paralelo, por una parte ampliar las listas de bienes que reciben dólares preferenciales por parte de CADIVI y en segundo lugar, flexibilizar el régimen del control de cambio a través del desarrollo de un mercado paralelo de divisas con operaciones de bonos. Esto provocaría una reducción de la brecha entre el paralelo y el tipo de cambio oficial, además que imprimiría mayor transparencia en las operaciones.

Recordemos, la brecha entre la tasa de cambio oficial Vs. La tasa de cambio del mercado paralelo, en la medida que aumente, puede dar pie a sacar conclusiones de posibles devaluaciones o cambios de regímenes cambiarios. En la siguiente gráfica se muestra la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo. Podemos observar como a partir del 2007 esta brecha comienza a expandirse producto de efectos económicos, tales como la compra del gobierno de CANTV la principal empresa de telefonía del país, las restricciones y falta de

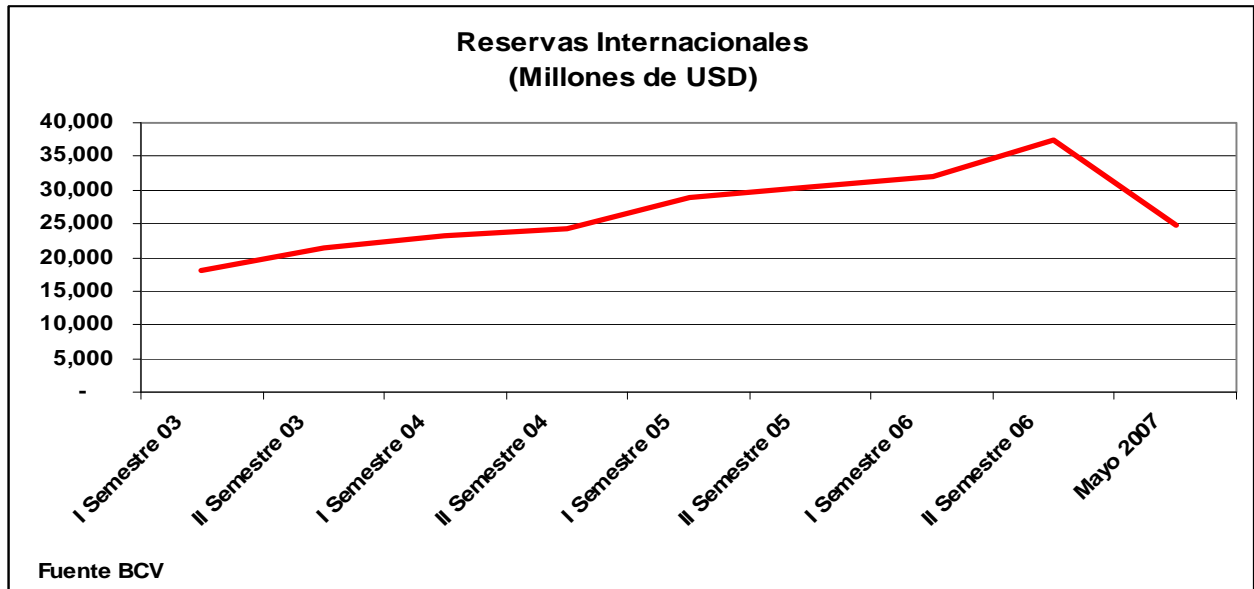
flexibilización de los controles por parte de CADIVI en algunos productos, empresas y sectores económicos.



Recordemos que la decisión de implementar un control de cambio en una economía como la venezolana, el fin principal, es el mantener en niveles de una senda baja la tasa de inflación, a través del aumento en las reservas internacionales y evitar la fuga de capitales. Pero como lo explicamos en el capítulo anterior, los programas de estabilización deben estar acompañados de políticas estructurales que puedan garantizar un efecto a corto y largo plazo, de lo contrario el proceso de nivelación y equilibrio económico caerá en el indeseable círculo vicioso en la búsqueda de su solución.

Bajo este esquema y con lo explicado en el capítulo II cuando comentábamos de la balanza de pagos, cabe destacar que en el caso de venezolano se evidencia una leve caída de las reservas internacionales (ver grafico), es preocupante bajo esquemas de controles de cambio debido a que puede crear expectativas en el mercado de devaluación y mas aun cuando evidenciamos una brecha considerable entre la tasa de cambio oficial vs. La tasa de cambio de mercado paralelo. El imponer un control de cambio, permite que la

tasa de cambio se deprecie y se subsidien las importaciones a través del dólar oficial afectando la balanza de pagos del país.



Por tal motivo y resumiendo la situación actual de Venezuela queda esquematizada según el siguiente cuadro:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Precio del Petroleo (USD/bl)	56.4	50.8	41.8	35.9	32.3	31.3	30.7
Crecimiento Economico	10.3%	7.2%	5.3%	-2.4%	-7.2%	-1.9%	2.7%
Crecimiento del Sector Petrolero	-0.3%	0.0%	2.1%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%
Crecimiento del Sector No Petrolero	11.4%	8.0%	5.7%	-4.1%	-3.4%	2.5%	3.4%
Tipo de Cambio Promedio	2,150	2,150	2.5	2.9	6.0	8.0	9.4
Tipo de Cambio Final	2,150	2,150	2.5	4.8	7.3	8.7	10.0
Tasa Activa Promedio (%)	14.7%	15.4%	18.2%	34.7%	54.5%	37.3%	30.9%
Inflacion (%)	17.0%	20.7%	26.0%	33.6%	43.6%	28.7%	22.9%

Fuente: Econoanalítica

Comportamiento del Inversionista Venezolano ante el Control de Cambio

Al entender estos conceptos anteriormente explicados, podemos definir u orientar que el Control Cambiario es el ejercicio del estado sobre las operaciones que involucran moneda extranjera mediante las imposiciones y restricciones exigencias de trámites con fines de control, la salida y entrada al país de la moneda nacional, los medios de pagos internacionales y todos los activos que conforman sus reservas internacionales.

Existen empresas que negocian tanto en la Bolsa de Valores de Caracas como en la Bolsa de Nueva York, sus acciones están conformadas bajo modalidades de ADR (American Depositary Receipt) mediante las cuales, el inversionista venezolano actúa, con la compra y venta de acciones de este tipo, ya que es la única forma, o el único vehículo legal para obtener divisas sin necesidad de pasar por CADIVI (ente gubernamental encargado de controlar y administrar las divisas) El inversionista venezolano, compra acciones de una empresa venezolana que sea negociable en los EE.UU transforma sus acciones en ADR y los vende en el mercado de Nueva York. Por tal motivo, con el fin de explicar y entender el comportamiento de los inversionistas, partimos de esta premisa para soportarnos en la explicación a través del comportamiento de las acciones de CANTV (empresa de telecomunicaciones venezolana) con el fin de entender y comprender las implicaciones, a nivel, empresarial e inversionista, versus un manejo o política de control de cambio.

Cuando se restringen los procesos normales en una economía, inmediatamente surgen mecanismos alternos para suplir las ausencias. En una economía sin control de cambio, todas las personas pueden saber rápida y fácilmente cual es el tipo de cambio de una moneda con respecto a otra. Cuando se aplica controles de cambios, como es el caso venezolano desde enero del 2003, surge inmediatamente lo que se llama el mercado negro o mercado paralelo, que consiste en el intercambio de una moneda por otra, entre empresas o particulares, sin la intermediación de un ente financiero como una casa de cambio o un banco. Al no haber mucha información, se da el caso que,

en un mismo día, una persona, haga un cambio un valor y otra persona a otro valor muy distinto. Es por eso que se requieren mecanismos alternos para fijar la equivalencia entre monedas. Cuando dos partes quieren hacer un cambio necesitan una referencia justa. Aquí es donde entra en juego el dólar CANTV, ¿por qué? Muy sencillo, CANTV es una empresa que se negocia tanto en la Bolsa de Caracas como el la de Nueva York, bajo la forma de ADR (American Depositary Receipts).

Debemos conocer que los principales accionistas de CANTV son Verizon Communications, Telefónica Internacional, Banco de Desarrollo Social de Venezuela (Bandes), antiguo Fondo de Inversiones de Venezuela (FIV)), trabajadores, jubilados y ex trabajadores de la Compañía, Fondos y otros Bancos, y el público en general. Las acciones ordinarias Clase D de CANTV se cotizan en la Bolsa de Valores de Valores de Caracas (BCV) bajo el "ticker" **TDV.d**, mientras que las acciones ADR (acciones clase D) se cotizan en la Bolsa de Nueva York (NYSE) bajo el "ticker" **VNT**.

El ADR de CANTV equivale a siete (7) acciones comunes. El inversionista transforma sus 7 acciones de CANTV en un ADR y lo vende en dólares en Nueva York. Si dividimos el precio de las siete acciones en bolívares, por el precio del ADR en dólares se obtiene la tasa de cambio "paralela" o dólar CANTV como se conoce popularmente, por lo tanto, servirá como moneda de referencia para transar operaciones en US\$ en el mercado paralelo, ya que estarían actuando como un régimen de cambio fijo mucho más flexible y más realista económicamente hablando. Suponiendo, que la acción de CANTV esta en Bs. 9.000 y el ADR a USD 15,75, entonces, 7 acciones valen, Bs. $9.000 \times 7 = 63.000$ Bs. por acción lo que equivale a un ADR de USD 15,75. El dólar CANTV vale entonces $63.000/15,75 = 4.000$ Bs. por dólar.

Cabe destacar que desde la implementación del control de cambio en Venezuela, noticias y raiting, a nivel mundial, han evidenciado que La Bolsa de Caracas fue en 2003 la segunda rueda de valores con mayor crecimiento en el

mundo, impulsada por inversionistas deseosos de captar dólares con bolívares deprimidos ante las bajas tasas de interés.

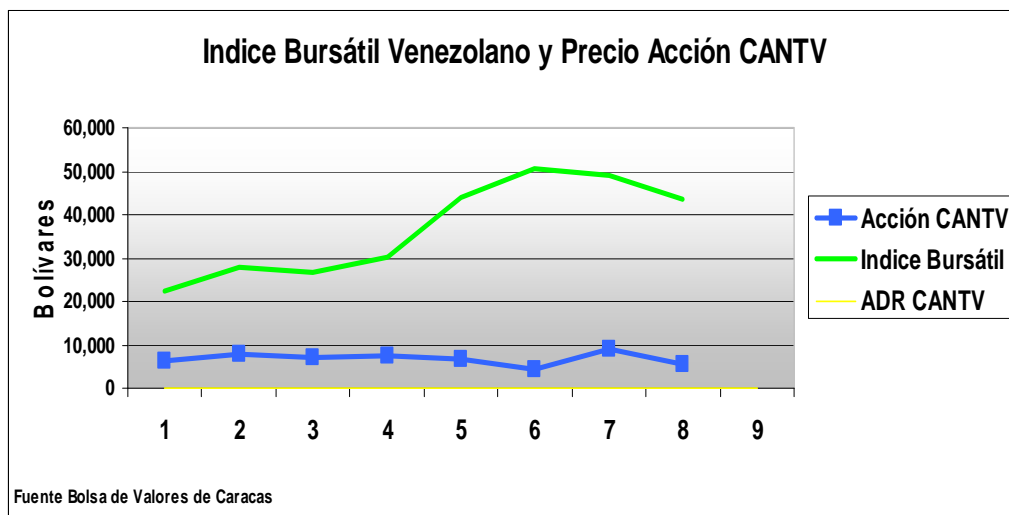
El mecanismo es la única vía legal que han encontrado los inversionistas para zafarse del estricto control de cambios impuesto por el Ejecutivo.

Todo esto ha llevado a las acciones de CANTV a aumentar más de un 50% su valor, a través de este mecanismo, que oscila entre 2.400 y 2.600 bolívares por dólar, cifra que resulta más elevada que el dólar oficial y menor que la compra en el mercado negro. Los expertos, sin embargo, sabían que el volumen de estas transacciones con acciones de CANTV era limitado y no afectaría mayormente el mercado, aunque abrieron las puertas a otras acciones que se registraron como ADR, como las acciones de la Electricidad de Caracas.

Impacto del Control de Cambio sobre el Mercado Bursátil Venezolano

Desde otro punto de vista, el control de cambio ha permitido a las transacciones bursátiles venezolanas transadas en la Bolsa de Valores de Caracas, las cuales siempre han sido muy estables, pequeñas y poco atractivas a los inversionistas, a dar un cambio muy oportuno para crear oportunidades e instrumentos financieros de inversión con el fin de fomentar el atractivo y beneficios, que puede otorgar, la inversión en la bolsa para optimizar dinero y obtener buenos rendimientos, así como también el de crear una cultura a los inversionistas de aumentar y rendir su dinero, en las bolsas y buscar clientes a futuro, ya que sabemos que los controles de cambios para los países, son medidas o políticas que tienen fecha de vencimiento.

En el cuadro que se muestra a continuación podrán observar el crecimiento y el comportamiento de la acción de la CANTV y el Índice Bursátil desde el impacto del control de cambio en Venezuela, hasta finales del 2006. Observen como la acción de CANTV vs. El Índice Bursátil de Caracas prácticamente oscila en diferentes valores pero con un mismo comportamiento al de las acciones de CANTV.



Es importante destacar y reforzar el mensaje que en el presente trabajo se están tomando como base las acciones de CANTV ya que estas manejaban y dominaban en una gran proporción el mercado bursátil venezolano debido a sus volúmenes de las acciones y precios de las mismas constituidas por los ADR. Más adelante se explica el porque de lo comentado en el presente párrafo.

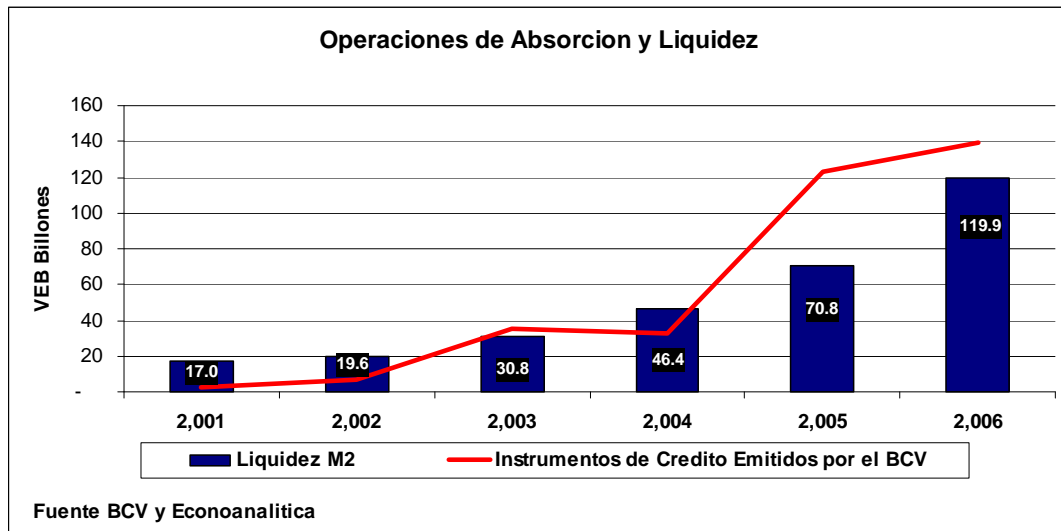
Para Luis Alejandro Pulgar presidente ejecutivo de Intervalores, Casa de bolsa y para Nelson Gaivis, Gerente de operaciones de La bolsa de Valores de Caracas, a finales del 2006 y principios de este año, consideraban como vía de inversión optima en Venezuela, el de invertir en algún tipo de acciones y en el mercado venezolano solo bajo las condiciones que comentamos anteriormente, solo caben destacar dos de ellas, CANTV y Electricidad de Caracas. Esto es debido y explican a que, primero, porque se debe tener cierta liquidez la acción para poder recomendarla; segundo, debe ofrecer un potencial de revalorización que va junto con el rendimiento y, tercero, deben tener cierta seguridad para que la gente no vaya a perder los ahorros. Ellos se inclinan por tres acciones, ya que puede que sea la manera mas fácil de invertir dinero, en este momento en que las tasas de intereses negativas en los bancos, producto de que la tasa de inflación proyectada es de un 20% superior al rendimiento obtenido por las colocaciones bancarias a corto plazo. Por lo que las acciones que recomienda, serian: CANTV, Fondo de Valores Inmobiliarios-porque se esta comprando

ladrillos al final del día y eso podrá ser una vía de inversión inmobiliaria- y la Electricidad de Caracas que se vende bien y tiene cierta liquidez. Comentan que en Venezuela “no hay cultura de inversión, ya que no hay posibilidad ni capacidad de ahorro.

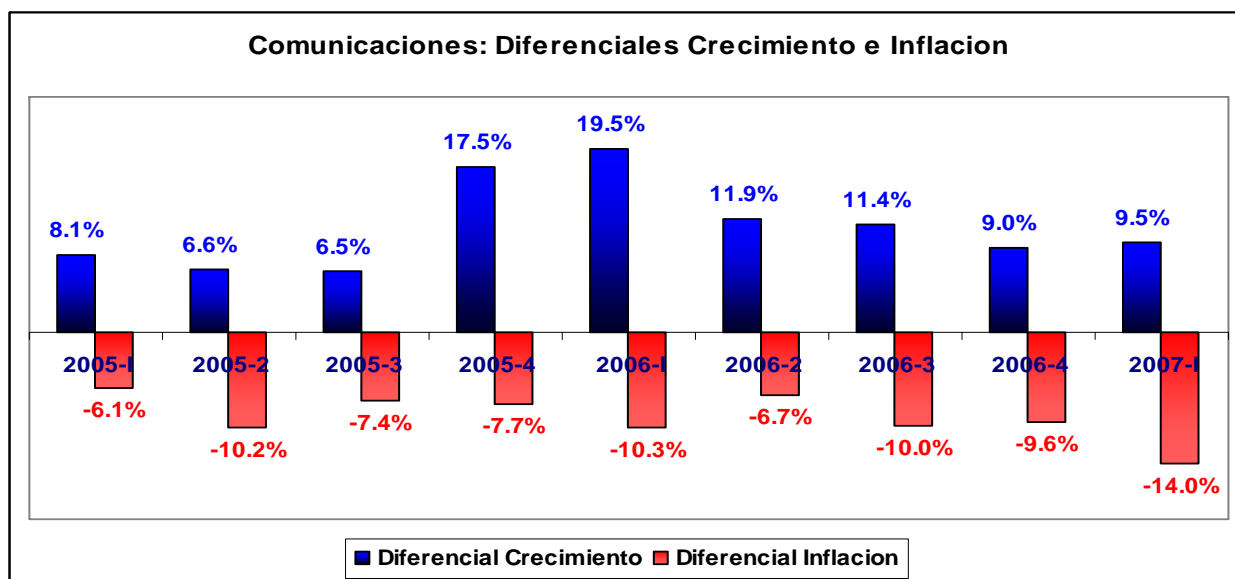
Todo esto hoy en día es completamente diferente, el 12 de febrero del 2007, el Estado venezolano llegó a un acuerdo con Verizon para adquirir su participación en CANTV por un valor de 2,55 dólares por acción. De ahí se acordó restar un dividendo de 0,43 dólares, que arrojaba un neto de 2,12 dólares por acción. Verizon recibirá 2,12 dólares por acción, ya sea en dólares o en bolívares con acceso garantizado (inversionista extranjero) a la tasa de cambio oficial. Pero los trabajadores venezolanos, dueños del 7% de CANTV, la historia es muy distinta. A ellos se les pagará 4.560 bolívares por acción (2,12 a 2150). Entre febrero y marzo, la acción de CANTV se cotizó a un valor que osciló entre 8.000 y 9.500 bolívares. La expectativa de la oferta pública lo trajo a la vecindad de 7.000, el anuncio formal la tumbó a 18% en un solo día. La misma convergerá progresivamente en 4.560 Bs. Por acción.

Como comente anteriormente, desde febrero del 2003 el gobierno decretó el control de cambio, los venezolanos recurren a la práctica de comprar acciones de CANTV, con el fin de agruparlas en paquetes de siete, conocidos como ADR y venderlos en Nueva York para obtener dólares, el venezolano conociendo sus niveles de inflación busca la mejor opción para obtener divisas con el fin de mantener inversiones y ahorros en moneda extranjera para cubrirse las espaldas de lo que se escucha una bomba de tiempo.

A continuación se muestra un gráfico donde se observa el incremento en la liquidez producto de los controles de cambio.



La ventana quedó cerrada, gracias a la adquisición, donde el Gobierno de Hugo Chávez Frías adquiere el grueso de las acciones de la telefónica. Sin duda alguna la industria de las telecomunicaciones en Venezuela ha sido un aliado histórico del gobierno, este sector ha empujado los indicadores macroeconómicos en la dirección deseada por cualquier ministro de finanzas o de economía, el sector de telecomunicaciones, presiona el crecimiento hacia arriba y la inflación hacia abajo, el gráfico que se muestra a continuación, detalla la contundencia de los números, la figura presenta las diferencias entre el crecimiento de la producción PIB y la inflación del sector desde el 2005 hasta Marzo del 2007.



Fuente: Ecoanalitica

La Comisión nacional de valores (CNV) suspende la cotización de la acción de CANTV e incluso de la Electricidad de Caracas (también adquirida por el gobierno), en la Bolsa de Valores de Caracas, luego de que el Ministerio del Poder Publico para las telecomunicaciones y la Informática le anunciara formalmente su intención de realizar la oferta publica de acciones (OPA) para tomar el control de la empresa telefónica. La suspensión se mantendrá, según explico la CNV, hasta que el Ministerio haya cumplido todos los requisitos establecidos en las normas sobre ofertas públicas de acciones y de otros derechos de las mismas y reciba la autorización para divulgar el informe de la OPA.

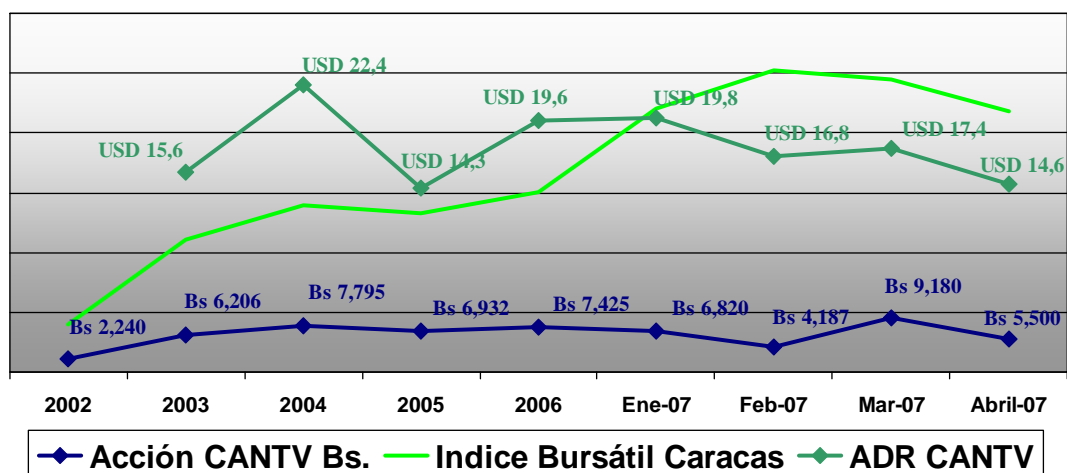
El 08 de Mayo, la administración del presente gobierno, adquiere el grueso de las acciones de la principal compañía de telecomunicaciones y la gran mayoría de los inversionistas lo que espera es vender sus títulos. La oferta, afirman corredores, esta seca, y por tanto, ya casi no hay dólares de CANTV.

La escasez de liquidez, explica por que el tipo de cambio CANTV aumenta desde 3.600 hasta 3.800 bolívares durante la semana. A continuación se detalla:

LIQUIDEZ MONETARIA EN PODER DEL PUBLICO						
(Millones de bolívares)						
Semana	MONEDAS	DEPOSITOS			LIQUIDEZ	VARIACION
al :	Y BILLETES	A LA VISTA	DINERO	CUASIDINERO	MONETARIA	%
* 25/05/2007	11,188,521	63,662,577	74,851,098	41,184,619	116,035,717	(0.15)
18/05/2007	11,150,867	63,605,963	74,756,830	41,454,289	116,211,119	(0.69)
11/05/2007	11,051,986	64,480,939	75,532,925	41,489,146	117,022,071	(0.37)
04/05/2007	11,130,348	64,690,103	75,820,451	41,635,348	117,455,799	(0.66)
27/04/2007	11,064,661	65,432,685	76,497,346	41,742,949	118,240,295	1.57
20/04/2007	11,098,738	63,748,098	74,846,836	41,562,893	116,409,729	(0.13)
13/04/2007	11,135,831	63,745,711	74,881,542	41,681,442	116,562,984	(4.55)
06/04/2007	11,485,790	68,114,873	79,600,663	42,512,650	122,113,313	0.99
Fuente BCV						

Con estas negociaciones del gobierno, la Bolsa de Valores de Caracas vivió una jornada agitada. La acción de CANTV comenzó un constante descenso que desplomó el precio 20% y la arrastró hasta 5.000 bolívares, llevando el Índice Bursátil de Caracas a una caída del 4%. Sin embargo, privo el criterio de que las operaciones a 5 mil bolívares son de escaso volumen y por tanto no se tomaron en cuenta para los resultados finales, con lo que el índice aumentó fuertemente a última hora y solo cayó 0,73%, mientras que la acción de CANTV, se mantuvo en un precio aproximadamente de 6 mil bolívares. Aunque el declive no se ve reflejado aun en los números oficiales, es inevitable y su impacto en el índice bursátil de Caracas será evidente. El Gobierno comprará las acciones en 4.560 bolívares y por tanto el precio de la acción buscará ese valor en el mercado bursátil.

En el siguiente gráfico se puede observar el comportamiento de la acción de la CANTV desde el 2002 hasta nuestros días, comparándolo con el Índice Bursátil de Caracas y el precio de los ADR de la empresa de telefonía.



Fuente Bolsa de Valores de Caracas

El gráfico expresa el valor de los ADR en dólares, pero con el fin de mostrar su comportamiento en la misma escala, esta diseñado en bolívares a la tasa de cambio oficial. Como podemos ver el comportamiento de las tres variables a partir de febrero una vez que las expectativas de compra por parte del gobierno de la telefónica y todas las consideraciones posibles fueron cerradas, dispararon la acción de la telefónica en Marzo, pero con la suspensión de la misma, por la negociación antes comentada, desploma las tres variables graficadas en el cuadro. (Ver anexos)

Esto es debido a que el Índice Bursátil de Caracas conformado por acciones de empresas tales como, Corimon, Electricidad de Caracas, CANTV, Venepal Clase A, Venepal Clase B, Mantex, Sudantex Clase B, Manpa Sivensa Clase A, Vencemos Tipo I, Mavesa, Fondo de Valores Inmobiliarias Clase B y H.L. Boulton, es calculado diariamente por la bolsa de Valores e Caracas y de su administración se ocupa un Comité creado y designado para tales fines, el cual, tiene la misión de estudiar las posteriores incorporaciones y desincorporaciones de títulos según las necesidades del mercado, así como por los aumentos de capitalización debido a la emisión de acciones.

Este comité de Administración, está conformado por 8 personas reconocidas públicamente como conocedoras del mercado, pertenecientes tanto a la Bolsa como a otras entidades.

Formula de cálculo

El IBC se calcula tomando en cuenta tres parámetros:

- **Precios de las Acciones.**

Se toma como base el precio de cada acción de las empresas que conforman el índice, al finalizar la sesión de mercado en la bolsa de Valores de Caracas.

- **Acciones en Circulación.**

Se refiere al número de acciones que conforman el capital social común de la empresa, y que se encuentra a disposición de los inversionistas en la Bolsa de Valores de Caracas, las acciones preferidas no son tomadas en cuenta en este número de acciones. La empresa con mayor cantidad de acciones tendrá un mayor peso sobre el índice bursátil.

- **Capitalización Bursátil**

La capitalización bursátil no es más que la multiplicación del número de acciones en circulación de una empresa por su último precio negociado, a una fecha determinada. Representa el valor que tendría que pagar un inversionista si quisiera adquirir estas acciones en el mercado bursátil.

El nivel de los índices equivale a la suma de las capitalizaciones de todos los accionistas incluidas en las respectivas canastas, donde el peso de cada constituyente es su capitalización de mercado (número de acciones multiplicado por el precio) De esta forma, movimientos de precios de los títulos más grandes originan movimientos grandes en el índice. De aquí el impacto de las acciones de CANTV en el IBC.

La formula es como sigue:

$$\text{Índice hoy} = \frac{\text{Capitalización de hoy} \times 1.000}{\text{Capitalización base}}$$

Los cambios en los índices se producen solo por modificaciones diarias en los precios o en la composición accionaria de las empresas que conforman la muestra, de aquí uno de los principales impactos de las principales acciones que movieron la bolsa de valores de caracas, como son las acciones de CANTV. De esta manera, los dividendos en acciones, o las suscripciones de capital, aumentan la composición accionaria de una empresa, factor que influye directamente en el cálculo del índice.

Los índices de capitalización de acciones se consideran en general como indicadores, patrones o barómetros que deben reflejar la tendencia de la evolución de la cotización de acciones, la tendencia de la bolsa o el clima bursátil.

La dinámica del mercado de valores venezolanos, siempre en búsqueda de la transparencia, debe presentar un índice donde los títulos incluidos lleven incluida su propia ponderación. No se debe dejar el criterio personal, la determinación de un factor tan importante como lo es la influencia de un título sobre un mercado.

Por tal motivo, en mercado bursátiles tan pequeños como el venezolano, bajo estos esquemas planteados, se puede observar el impacto del control de cambio internacional, en la constante búsqueda que realiza el inversionista venezolano, en tratar de superar, ahorrar, mantener o maximizar sus ingresos, y como es su impacto en el mercado bursátil del país.

Aunque en los actuales momentos con la salida de las acciones de la CANTV y de la Electricidad de Caracas, las cuales, eran las que en su momento

oscilaban y movían el Índice bursátil de Caracas y a su vez determinaban la Tasa de Cambio paralelo, surge un nuevo calculo de determinarlo.

El otro método para calcular el tipo de cambio en Venezuela, ahora que ha desaparecido el dólar CANTV como indicador, el "dólar de equilibrio monetario.

Este dólar se calcula simplemente equiparando las reservas internacionales con el 100% de la liquidez monetaria. Los últimos datos arrojan un valor de 4.759 bolívares por dólar.

La liquidez monetaria al 4 de mayo, se situó en 117.546.372 millones de bolívares y las reservas internacionales se ubicaron en 24.699 millones de dólares.

Algunos expertos consultados aseguran que este indicador estaría para finales de año alrededor de los 5.975 bolívares por dólar y que de seguir aumentando la brecha entre este tipo de cambio y el cambio oficial, estaríamos muy cerca de presenciar la devaluación que personeros del gobierno no han querido reconocer

CONCLUSIONES

Podemos concluir del presente trabajo la importancia que radica el buen manejo de políticas económicas para un país. Tal es el caso, de las políticas cambiarias, las cuales implican y traen consecuencias positivas o negativas desde el punto de vista de las empresas e índices financieros, que forman parte en nuestro caso de estudio, de nuestro país Venezuela.

Hemos podido observar, el impacto del control de cambio en Venezuela a llevado a generar positivamente beneficios a nivel de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas, tales como CANTV, Electricidad de Caracas, entre las mas importantes, donde sus rendimientos accionarios crecieron en mas de un 100% en el momento de la instauración del control de cambio y compra de empresa estadounidenses que evidenciaron sus crecimientos sustentados en las optimizaciones de maximización de ganancias accionarias entre los años 2004 y principios del 2007, con respaldo en acciones que cotizan en las Bolsas Extranjeras, así como también, consecuencias positivas en los Índices Bursátiles Venezolanos, con el fin de promover y fomentar cultura de inversionista para hacer crecer el mercado financiero y maximizar las ganancias de las empresas, que a la final son el motor principal de indicadores económicos, tales como el PIB, midiendo la capacidad de inversión nacional y extranjera.

Fue importante destacar que a través de lineamientos y marcos regulatorios de un país en vías de desarrollo bajo escenarios de controles de cambio, el inversionista y las negociaciones del gobierno, en la búsqueda de obtener divisas bajo disposiciones legales, han llevado el comportamiento de acciones (renta variable) a la alza o a la baja, con la intención de mantener sus inversiones en moneda extranjera, con el fin de ahorrar y obtener mayores beneficios en la incesante búsqueda de optimizar el dinero, superando esa inevitable enfermedad llamada inflación. En el presente trabajo se evidencia el

impacto de los controles de cambio internacionales sobre el mercado bursátil venezolano.

Es por esto, que los efectos cadena en las economías son inevitables, por tal motivo, a la hora de tomar decisiones e implantar políticas en el ámbito, es importante analizar a detalle con una visión holística y sus impactos, sobre todos en aquellos países como Venezuela donde sus empresas mas importantes pueden estar afectadas en todos los niveles.

RECOMENDACIONES

Debemos analizar los futuros escenarios que comentan las proyecciones económicas, por un lado el mejor estimador del precio petrolero futuro es el precio actual, pero este es un pésimo estimador. Es necesario ser conservadores ante precios petroleros altos. Bajo estos esquemas de precios y acumulación de capitales productos de la renta petrolera, en mercados impactados por controles de cambios los modelos de políticas de ingreso en su eterna lucha de controlar la inflación pueden llegar a establecerse por periodos largos, pero no dejan de ser transitorios, debemos considerar que esto siempre tiene su vencimiento, en Venezuela el control de cambio esta instaurado desde el 2003, ya han pasado 4 años, debemos considerar el tiempo porque estamos cerca del cambio o devaluaciones futuras.

Dado el bajo control de las operaciones de cobertura, no es recomendable estrategias de coberturas con visión de largo plazo, es decir, inversiones bursátiles a largo plazo, ya que se evidencio una estatización de empresas venezolanas, la emisión de bonos respaldados en dólares es una buena opción para invertir y obtener moneda extranjera a una tasa de cambio por debajo del mercado paralelo, sin embargo, el negocio es quedarse con los dólares e invertirlos en rendimientos adecuados (money markets)

Recordemos que en la medida que la brecha entre el tipo de cambio paralelo vs. El tipo de cambio oficial aumente, sumando la caída de reservas internacionales, estamos bajo posibles escenarios de devaluación de la moneda, por lo que, se recomienda ahorrar en moneda extranjera y endeudarse en moneda domestica.

En el presente trabajo quedo demostrado como el control de cambio internacional, afecta directamente el mercado bursátil venezolano, por tal motivo, se recomienda monitorear y vigilar constantemente el Índice Bursátil de Caracas, con el fin de observar el comportamiento de la economía. Los Índices Bursátiles son indicadores que dan señales de cómo estará la economía en cortos, medianos y largos plazos.

BIBLIOGRAFIA

<http://www.caracasstock.com>

<http://www.cantv.net>

<http://www.ecoanalitica.com>

Revista DINERO, año 16 No. 191. Como Invertir sus Utilidades

Banco Central de Venezuela. www.bcv.org.ve

BURKENROAD REPORT LATINOAMERICA. IESA.

Purroy, Miguel. Regímenes Cambiarios

Purroy, Miguel. Guías de estudios materias: Regímenes Cambiarios y Economía Cambiaria

BURKENROAD REPORT LATINOAMERICA. IESA.

MARTINEZ E., Aurelio. Mercados Financieros Internacionales

SALVATORE, Dominick. Economía Internacional

KRUGMAN, Paul/ OBSTFELD, Maurice. Economía Internacional: Teoría y Política

VARELA MANUEL/ VALERA FELIX, Sistema Monetario y Financiación Internacional

LUIS SOCCAS, JAIME, Áreas Monetarias y Convergencia Macroeconómica

RODNER, JAMES-OTIS, Elementos de Finanzas Internacionales

Ley de Ilícitos Cambiarios

Carlos Rafael Silva, economista y expresidente del BCV, Análisis
Desarrollo de la Economía en el Siglo XX. Incluido en la edición Moderna
"Venezuela Moderna: medio siglo de historia 1926-1976"

B. Mommer. (1988) La cuestión Petrolera. Editorial Tropykos

ANEXOS

ANTEPROYECTO DE LEY DE DELITOS CAMBIARIOS

CAPITULO I

DISPOSICIONES GENERALES

Objeto de la Ley

Artículo 1: Esta Ley tiene por objeto establecer los supuestos de hecho que constituyen delitos cambiarios y sus respectivas sanciones.

Definición

Artículo 2: A los efectos de esta Ley se entiende por delitos cambiarios todas aquellas acciones u omisiones, a través de las cuales dejen de observarse las normas, los procedimientos y los deberes, establecidos para la obtención de divisas, cuando existan restricciones o controles a la libre convertibilidad de la moneda.

Finalidad

Artículo 3: Esta Ley tiene como finalidad la protección de los sectores vulnerables, las reservas internacionales de divisas así como evitar la devaluación de la moneda como consecuencia de operaciones cambiarias realizadas fuera del ámbito normativo.

Ámbito de aplicación

Artículo 4: Esta Ley será aplicable a las personas naturales y jurídicas venezolanas y extranjeras que actúen como administradores, intermediarios, verificadoras o beneficiarios de las operaciones cambiarias que se realicen en el marco del régimen cambiario establecido por el Ejecutivo Nacional y el Banco Central de Venezuela, cuando contravengan las disposiciones establecidas en la normativa respectiva.

Las personas jurídicas serán sancionadas, de acuerdo a la presente Ley, en los casos en el que el hecho punible haya cometido por decisión de sus órganos, en el ámbito de su actividad, con sus recursos sociales o en su interés exclusivo o preferente, en este caso se le aplicará una multa de hasta diez (10) veces del equivalente en bolívares del monto de la respectiva operación cambiaria.

Cuando en los delitos previstos en esta Ley participen los gerentes, administradores, directores o dependientes de una persona jurídica, actuando en su nombre o en representación de éstos, serán responsables solidariamente en la medida de su participación en el hecho punible.

Artículo 5: Las personas naturales o jurídicas, venezolanas o extranjeras, que ingresen divisas al país destinadas a fines lícitos, estando vigente controles o restricciones a la libre convertibilidad de la moneda, deberán registrarlas ante las autoridades cambiarias o ante los órganos creados al efecto, y tendrán derecho a exportarlas con los beneficios e intereses siempre que cumplan con los requisitos que a tal fin establezcan los Convenios Cambiarios celebrados entre el Ejecutivo Nacional y el Banco Central de Venezuela, así como de las normas derivadas de su aplicación.

Artículo 6: La exportación y la importación de moneda metálica, billetes de bancos, y cheques cambiarios al portador, así como de oro amonedado o en barras, estarán sujetas a la normativa que establezca la Comisión de Administración de Divisas.

En la disposición en la cual se fije dicho monto se debe indicar el lugar y la oficina pública ante la cual se debe realizar dicha declaración previa, con el fin de tener control y la información sobre el ingreso y egreso de divisas y oro amonedado o en barras. Dicha información será remitida periódicamente al Banco Central de Venezuela.

CAPITULO II

DE LOS DELITOS CAMBIARIOS

Compra venta ilícita

Artículo 7: Toda persona que compra o venda divisas, vulnerando los requisitos, condiciones o lapsos establecidos en el convenio de control de cambio vigente, o sin la intervención de la institución autorizada para afectar dicha operación, será sancionada con prisión de diez (10) a catorce (14) años y multa de cinco (5) a diez (10) veces el equivalente en bolívares del monto de la respectiva operación cambiaria.

Declaración falsa y ardid

Artículo 8: Quienes obtuvieran divisas alegando causa falsa, simulación, por medio de ardid o por otro medio ilícito, será sancionado con prisión de cinco (5) a diez (10) años y multa de tres (3) a cinco (5) veces el equivalente en bolívares del monto de la respectiva operación cambiaria.

Uso distinto al declarado

Artículo 9: Quien destine divisas adquiridas lícitamente a un fin distinto para el cual fueron concedidas, será sancionado con prisión de cuatro (4) a diez (10) años con multa de una (1) a dos (2) veces el monto de la operación cambiaria.

Declaración obligatoria

Artículo 10: Quien incumpla la obligación de declarar la obtención de divisas producto de la venta de bienes o servicios en el exterior declarados de obligatorio registro por la autoridad nacional competente o declare un monto inferior al de la transacción, será sancionado con prisión de cinco (5) a diez (10) años y multa de tres (3) a cinco (5) veces el equivalente en bolívares del monto de la respectiva operación cambiaria.

Instigación a transgredir la Ley

Artículo 11: Toda persona natural que a través de cualquier medio, bajo título propio o en representación de cualquier ente, bien sea de carácter público o privado con o sin personalidad jurídica, que incite, patrocine, instigue directa o indirectamente la comisión de alguno de los delitos previstos en la presente Ley, será penado con prisión de seis (6) a doce (12) años.

Se reputará flagrante la comisión de este delito, cuando la instigación se lleve a cabo de manera pública y notoria. Igualmente, se calificará de esta manera cuando los autores del hecho delictivo previsto en este artículo, actuando de manera solapada o cautelosa, sean sorprendidos durante la comisión del mismo por las autoridades competentes.

Responsabilidad de los funcionarios públicos

Artículo 12: La pena de prisión será aumentada en una tercera parte y la multa al doble, cuando los delitos contemplados en esta Ley sean cometidos por funcionarios públicos valiéndose de su condición o en razón de su cargo.

Cooperación

Artículo 13: Toda persona que facilite o de cualquier manera preste asistencia o auxilio para que se perpetre cualquiera de los delitos descritos en esta Ley, incurrirá en la misma pena correspondiente al respectivo hecho punible, rebajada por un tercio (1/3).

Fuente: Econoinvest Casa de Bolsa

Símbolo	Compañía	Precio	Acciones Circulante (MM)	Capitalización (MM)	Valor Libros	Precio Valor Libro
ABC.A	BANCO DEL CARIBE. CLASE "A"	156,00	88.888.888,00	13.866.666.528,00	3.609,86	0,04
ABC.B	BANCO DEL CARIBE. CLASE "B"	6.200,00	17.777.778,00	110.222.223.600,00	3.609,86	1,72
BBC	BANESCO BCO.	260,00	5.248.276.449,00	1.364.551.876.740,00	289,34	0,90
BBH	BCO.HIP.ACTIVO, C.A. (ANT.BANESCO B.H.)	134,05	160.000.000,00	21.448.000.000,00	64,34	2,08
BCA	BCO.CANARIAS DE VENEZUELA,BCO.UNIVERSAL	192,85	566.035.270,00	109.159.901.819,50	454,01	0,43
BCF	BANCO CONFEDERADO, S.A.	244,40	510.432.000,00	124.749.580.800,00	151,23	1,62
BEX	BANCO EXTERIOR C.A.	5.717,25	113.400.000,00	648.336.150.000,00	3.390,90	1,69
BHN	C.A.CENTRAL, BCO. UNIVERSAL	2.016,00	102.000.000,00	205.632.000.000,00	975,58	2,07
BNC	BANCO NACIONAL DE CREDITO, C.A.BCO.UNI.	2.750,00	100.823.150,00	277.263.662.500,00	2.063,59	1,33
BNT	BANNORTE BANCO COMERCIAL, C.A.	2.583,00	16.000.000,00	41.328.000.000,00	2.050,24	1,26
BOU	BCO.OCC.DE DESCUENTO, BCO. UNIVERSAL	393,50	1.696.748.346,00	667.670.474.151,00	355,63	1,11
BPV	BANCO PROVINCIAL, S.A.	340,00	8.265.073.590,00	2.810.125.020.600,00	162,33	2,09
BVE	VENEZOLANO DE CREDITO,S.A.BCO.UNIVERSAL	3.700,00	104.832.000,00	387.878.400.000,00	29.662,82	0,13
BVL	BANCO DE VENEZUELA, S.A.C.A.	4.500,00	405.237.078,00	1.823.566.851.000,00	4.734,28	0,95
CANTV-TDV.D	C.A.NAC.TELF.VZLA. (CANTV) CLASE (D)	4.300,00	429.929.526,00	1.848.696.961.800,00	4.179,24	1,03
CBN	CORP BANCA, C.A. BCO. UNIVERSAL	900,00	400.000.000,00	360.000.000.000,00	617,41	1,46
CCR	CERAMICA CARABOBO, SACA	600,00	160.184.640,00	96.110.784.000,00	931,87	0,64
CGQ	CORP.GRUPO QUIMICO, SACA.	155,50	91.196.788,00	14.181.100.534,00	1.456,77	0,11
CIE	CORPORACION INDUSTRIAL DE ENERGIA	18,15	4.074.534.669,00	73.952.804.242,35	31,92	0,57
CRM.A	CORIMON, C.A.	9.300,00	15.676.618,00	145.792.547.400,00	15.232,11	0,61
DOM	DOMINGUEZ Y CIA	41,50	2.406.250.000,00	99.859.375.000,00	36,94	1,12
ECO.B	ECONOINVEST CAPITAL, S.A.	1.500,00	52.205.964,00	78.308.946.000,00	2.269,78	0,66
EDC	ELECTRICIDAD DE CARACAS.	375,00	3.292.217.078,00	1.234.581.404.250,00	1.202,34	0,31
EFE	PRODUCTOS EFE S.A.	155,45	700.000.000,00	108.815.000.000,00	164,72	0,94
ENV	ENVASES VENEZOLANOS S.A.	33,90	1.802.914.066,00	61.118.786.837,40	59,20	0,57
FCB	BFC BCO.FONDO COMUN,C.A.BCO.UNIVERSAL	13.500,00	40.000.000,00	540.000.000.000,00	11.511,50	1,17
FNC	C.A. FAB. NACIONAL DE CEMENTOS, S.A.C.A.	465,00	810.810.000,00	377.026.650.000,00	248,34	1,87
FNV	C.A. FABRICA NACIONAL DEL VIDRIO	55,00	123.630.707,00	6.799.688.885,00	1.364,99	0,04
FVI.A	FONDO DE VALORES INMOB.,SACA. CLASE (A)	24,70	497.429.001,00	12.286.496.324,70	93,72	0,26
FVI.B	FONDO DE VALORES	60,00	3.421.500.869,00	205.290.052.140,00	93,72	0,64

	INMOB.,SACA. CLASE (B)					
GZL	GRUPO ZULIANO, C.A. S.A.C.A.	97,00	647.058.824,00	62.764.705.928,00	221,22	0,44
HLB	H.L. BOULTON & CIA. S.A.C.A.	34,00	4.500.155.714,00	153.005.294.276,00	47,55	0,72
HTM	HOTEL TAMANACO C.A.	320,00	12.302.831,00	3.936.905.920,00	14,15	22,62
IBV	INMUEBLES B. DE V. 1985	16,15	7.500.000,00	121.125.000,00	1.571,98	0,01
INV	INV. DIVERSAS -INVERDICA-	22,25	164.128.000,00	3.651.848.000,00	10,93	2,04
ITC.A	INVERSIONES TACOA, C.A. CLASE "A"	100,00	82.748.250,00	8.274.825.000,00	263,09	0,38
ITC.B	INVERSIONES TACOA, C.A. CLASE "B"	26,60	47.471.550,00	1.262.743.230,00	263,09	0,10
ITLC	ORGANIZACION ITALCAMBIO, C.A.	26.082,00	632.724,00	16.502.707.368,00	41.169,39	0,63
IVC	C.A. INMUEBLES Y VALORES CARACAS	117,60	579.131.457,00	68.105.859.343,20	190,70	0,62
IVU	INVERUNION BCO. COMERCIAL, C.A.	1.400,75	22.000.000,00	30.816.500.000,00	1.585,55	0,88
MPA	MANPA , SACA	165,00	2.294.009.424,00	378.511.554.960,00	168,55	0,98
MTX	MANTEX, S.A.C.A.	1.080,00	80.590.579,00	87.037.825.320,00	1.923,86	0,56
MVZ.A	MERCANTIL SERVICIOS FINANCIEROS "A"	3.735,00	416.595.829,00	1.555.985.421.315,00	3.608,82	1,04
MVZ.B	MERCANTIL SERVICIOS FINANCIEROS "B"	3.750,00	300.929.612,00	1.128.486.045.000,00	3.608,82	1,04
PGR	PROAGRO C.A.	255,00	744.360.502,00	189.811.928.010,00	393,36	0,65
PTN	PROTINAL C.A.	107,50	152.986.904,00	16.446.092.180,00	623,96	0,17
RST	C.A. RON SANTA TERESA, S.A.C.A.	270,00	126.012.968,00	34.023.501.360,00	964,53	0,28
SPT.B	SUELOPETROL C.A. ,SACA "B"	255,00	44.416.113,00	11.326.108.815,00	472,46	0,54
SV.A	INVERSIONES SELVA, C.A. CLASE (A)	1.000,00	2.448.510,00	2.448.510.000,00	24.635,54	0,04
SV.B	INVERSIONES SELVA, C.A. CLASE (B)	1.000,00	128.868,00	128.868.000,00	24.635,54	0,04
SVS	SIVENSA, SACA	115,00	4.883.031.334,00	561.548.603.410,00	299,89	0,38
TPG	TELARES DE PALO GRANDE, C.A.	80,00	31.791.454,00	2.543.316.320,00	510,45	0,16
VCM.1	CEMEX VENEZUELA, TIPO I. (ANT.VENCEMOS)	899,00	802.034.504,00	721.029.019.096,00	1.490,64	0,60
VCM.2	CEMEX VENEZUELA, TIPO II. (ANT.VENCEMOS)	900,00	596.798.829,00	537.118.946.100,00	1.490,64	0,60
VCR	VENCREDE, S.A.	590,00	291.600.000,00	172.044.000.000,00	529,81	1,11

Fuente: Econoinvest Casa de Bolsa

