UNIVERSIDAD CATOLICA ANDRES BELLO FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y SOCIALES ESCUELA DE ECONOMIA

DETERMINANTES DE LA COTIZACION DE LAS OPERACIONES DE PERMUTA CON TITULOS VALORES EN EL MERCADO BURSÁTIL VENEZOLANO A RAÍZ DEL CONTROL CAMBIARIO 2003-2007

TUTOR: Adriana Arreaza

TESISTAS: Valentina Lepage Claudia Rodríguez

CARACAS, OCTUBRE 2008

AGRADECIMIENTOS

Esta tesis, si bien ha requerido de mucho esfuerzo y dedicación por parte de nosotras y de nuestra tutora Adriana Arreaza, no hubiese sido posible su finalización sin la cooperación desinteresada de todas aquellas personas que a continuación citaremos:

A Susana Brugada y a Oscar Salcedo por sus importantes comentarios e invalorables recomendaciones.

A Daniel Rivas, José Gustavo Cirigliano, Christian Soto, Jesús Zumeta, Ignacio Fernández, Vanesa Coto, familia Lepage González, familia Rodríguez Ruocco, y al resto de nuestros compañeros por su incondicional apoyo.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN8
CAPÍTULO I: ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE LOS CONTROLES DE
CAMBIO Y EL MERCADO PARALELO DE DIVISAS14
I.1 Aspectos Teóricos Básicos sobre los Controles de Cambio14
I.2 Aspectos Teóricos Básicos sobre el Mercado Paralelo de Divisa16
I.3 Determinantes de la Prima del Tipo de Cambio Paralelo19
I.3.1 Liquidez Monetaria20
I.3.2 Tipo de Cambio Real Oficial21
I.3.3 Diferencial de Tasas de Interés Ajustado a la Depreciación22
I.3.4 Intervenciones en el Mercado a través de Operaciones con Títulos de
Deuda, Emitidos en Moneda Nacional y Convertibles a Dólares23
I.3.5 Brecha entre Importaciones Totales y Liquidaciones de CADIVI24
I.3.6 Contenido del Discurso Político25

CAPÍTULO II: APROXIMACIÓN AL CASO VENEZOLANO29				
II.1 Reseña Histórica sobre los Regímenes Cambiarios en Venezuela30				
II.2 El Mercado Cambiario Bajo el Control de Cambios Vigente34				
II.1.1 El Mercado Oficial35				
II.2.2 El Mercado Paralelo37				
II.3 Dinámica de la Cotización de las Operaciones de Permuta con Títulos				
Valores en el Mercado Bursátil Venezolano y sus Posibles				
Determinantes38				
II.3.1 Estudio de las Variables que Influyen en la Prima del Tipo de Cambio				
Paralelo40				
II.3.1.1 Liquidez Monetaria Real41				
II.3.1.2 Tipo de Cambio Real Oficial42				
II.3.1.3 Diferencial de Tasas de Interés Ajustado a la Depreciación44				
II.3.1.4 Intervenciones en el Mercado a Través de Operaciones con Títulos de				
Deuda, Emitidos en Moneda Nacional y Convertibles a Dólares45				
II.3.1.5 Brecha entre Importaciones Totales y Liquidaciones de CADIVI47				
II.3.1.6 Contenido del Discurso Político				

CAPITULO III: METODOLOGIÍA, RESULTADOS Y ANÁLISIS5	52
III.1 Definición de las Series de Tiempo Utilizadas	52
III.1.1 Variable Dependiente	53
III.1.2 Variables independientes5	54
III.2 Metodología Empleada en la Determinación del Índice del Contenido o	del
Discurso Político	56
III.2.1 Descripción de la Data y Metodología	.56
III.2.2 Identificando los Tópicos de los Discursos: Metodología para Desarrol	lar
el Diccionario de Variables	57
III.2.3 Proceso de Codificación	59
III.2.4 Análisis de las variables6	60
III2.5 Limitaciones del indicador	65
III. 4 Estimación del Modelo Econométrico	67
CONCLUSIONES	.85
BIBLIOGRAFÍA	87
ANEXO A	90
ANEXO B	99
ANEXO C1	06

ANEXO D108
ANEXO E111
ÍNDICE DE TABLAS
Tabla 1: Historia de los Regímenes Cambiarios en Venezuela30
Tabla 2: Orden de integración de las variables
Tabla 3: Ecuación 2. VAR70
Tabla 4: Prueba Autocorrelación LM
Tabla 5: Emisiones de Bonos es Moneda Nacional convertibles a dólares73
Tabla 6: Ecuación Parsimoniosa
Tabla 7: Correlograma de Autocorrelación
Tabla 8: Prueba Autocorrelación LM
Tabla A.1: Diccionario variables92
Tabla B.1: Sistema de Codificación
Tabla C.1: Prueba de Raíces Unitarias
Tabla D.1: VAR con la variable dif incluida108
Tabla E.1: Pruebas de Causalidad de Granger111

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Permuta Promedio, Tipo de Cambio Oficial y Prima39
Gráfico 2: Liquidez Monetaria Real y Prima42
Gráfico 3: Tipo de Cambio Real Oficial y Prima43
Gráfico 4: Diferencial de Tasas de Interés Ajustadas a la Depreciación
y Prima44
Gráfico 5: Emisiones de Títulos de Deuda46
Gráfico 6: Brecha entre Importaciones Totales y Liquidaciones de CADIVI y
Prima48
Gráfico 7: Contenido del Discurso Político y Prima49
Gráfico 8: CUSUMSQ Especificación 179
Gráfico 9: C USUMSQ Especificación 280
Gráfico 10: Normalidad de los Residuos81
ÍNDICE DE FIGURAS
Figura 1: Proceso de Formulación de Políticas Públicas26
Figura 2: Modelo de Agregación de Palabras, Términos y Variables58

INTRODUCCIÓN

Los controles de cambio no son un fenómeno nuevo ni desconocido para Venezuela. Desde el año 1964 se han constituido 3 regímenes cambiarios de este tipo. El primero fue aplicado en febrero de 1983, a raíz de la crisis de la deuda, y fue levantado en febrero de 1989 acompañando un programa de reformas estructurales. Desde Julio de 1994 hasta Julio de 1996 se estableció otro control de cambios, como consecuencia de la crisis bancaria y de balanza de pagos. El tercer régimen, que se encuentra aún vigente, fue decretado en febrero de 2003, luego de la fuerte caída de las exportaciones a raíz de la huelga petrolera.

Entre las múltiples distorsiones que generan los controles, una de las más evidentes es la formación espontánea de un mercado paralelo donde se transan divisas que no son satisfechas en el mercado oficial. La dinámica propia entre la demanda y la oferta en este mercado genera una cotización que diverge del tipo de cambio oficial, originándose así una brecha.. A lo largo de esta investigación, a esta brecha se le llamará también *premium* o prima del mercado paralelo.

El estudio del mercado paralelo de divisas y de la prima antes descrita merece una gran importancia por diversos factores. Algunos autores afirman que la prima del mercado paralelo puede reflejar el desvío del tipo de cambio real de su valor de equilibrio de largo plazo y, en tal sentido, puede ser indicativa de distorsiones del mercado cambiario que incidirán en la asignación de recursos (Edwards, 1989 y Kamin, 1993). Bajo el enfoque monetario de la determinación del tipo de cambio, por ejemplo, políticas fiscales y monetarias expansivas en presencia de controles de cambio conllevarían a una apreciación del tipo de cambio real que tendería a elevar la prima del mercado paralelo. De esta manera, la prima refleja el precio sombra del control (Fardmanesh y Douglas, 2003).

El tipo de cambio paralelo, además, puede servir de referencia para fijar el resto de los precios de la economía. De esta manera, aumentos en la cotización del tipo de cambio no oficial pueden trasladarse a los precios de los bienes importados y afectar, además, las expectativas de los agentes y el proceso de formación de precios, generando así presiones inflacionarias. Ello cobra particular relevancia en el contexto actual, dada la creciente participación de los bienes y servicios importados en la composición de la oferta en los últimos años. De ahí la importancia de conocer los determinantes de la prima que son relevantes en las formulaciones de políticas adecuadas para lograr la estabilidad cambiaria en el país.

Existe un número de investigaciones recientes para economías emergentes sobre los determinantes de la prima del mercado paralelo. Por ejemplo, Dornbusch, Dantas, Pechman, Rocha y Simoes (1983) desarrollan un modelo aplicado al mercado paralelo brasilero, al cual nos referiremos a lo largo de la investigación como DDPRS. De acuerdo con el estudio, los determinantes principales del *premium* del mercado no oficial son el tipo de cambio real calculado a partir de la tasa de cambio oficial, la tasa de interés ajustada a la depreciación del tipo de cambio oficial y factores estacionales asociados al turismo.

Phylaktis (1991) adapta el modelo DDPRS para el caso de Chile e incorpora una serie de variables pertinentes para ese mercado. La evidencia empírica en este trabajo sugiere que el tipo de cambio real, el diferencial de las tasas de interés, el valor en pesos chilenos de los activos al tipo de cambio oficial, y las restricciones cambiarias, así como las relativas a la repatriación de beneficios, el servicio de la deuda exterior, las importaciones de bienes, y de moneda extranjera para los turistas chilenos, explican casi el 98% de la variación en la prima del mercado paralelo.

Por otro lado, Fardmash y Douglas (2003) estudian la relación que existe entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio paralelo para una muestra de 3

países: Guyana, Jamaica y Trinidad. Sus estimaciones indicaron que los controles de cambio, la política monetaria y política fiscal expansionista, y los cambios de gobierno, tienen un efecto positivo en la prima.

Para el caso venezolano existen escasos estudios. Salcedo (1997), investiga el control cambiario aplicado en el período 1983-1989, asociando la brecha entre el tipo de cambio real oficial y el tipo de cambio real del mercado paralelo con la presencia de distorsiones en la economía doméstica. El autor estudió el comportamiento de esta brecha, comparando enfoques de equilibrio y desequilibrio, encontrando que la oferta monetaria y el diferencial de tasas de interés ajustado fueron los determinantes más significativos del *premium*.

Hasta los momentos, la dinámica de la prima del mercado paralelo para el control de cambios vigente en Venezuela no sido estudiada a nivel econométrico en ninguna investigación, por lo que éste sería el primer estudio en hacerlo. Así pues, el objeto fundamental de este trabajo es indagar qué factores pondrían estar explicando los cambios en la prima cambiaria en Venezuela.

A pesar de que los trabajos mencionados sirvieron como referencia para esta investigación, se hicieron algunas innovaciones al decidir cuáles variables serían incluidas, buscando la mejor contribución para explicar la dinámica del mercado

venezolano. Una de las variables en cuestión se refiere a las intervenciones en el mercado a través de operaciones con títulos de deuda, emitidos en moneda nacional y convertibles a dólares; para esto se utilizaron variables dummy que recogen las emisiones de estos títulos efectuadas durante el período en estudio.

También se consideró el impacto que pueden tener las liquidaciones de la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI), con relación al nivel de importaciones. Esta variable fue construida a través de la brecha entre las importaciones y las liquidaciones de divisas que efectivamente se proveen oficialmente.

Por último, pero no menos importante, se incluirá un indicador del discurso político utilizado como predictor de acciones de política que pueden afectar las decisiones de los agentes. Previamente, Brugada (2002) estudia este impacto, y prueba empíricamente la influencia del contenido del discurso político en los movimientos de capital y en la inversión extranjera directa. El resultado obtenido describe que los movimientos de capital responden no sólo a factores económicos, sino también a factores que impliquen riesgo político, utilizando los discursos como una aproximación del mismo.

Para el estudio del impacto de cada una de las variables en la variable dependiente, la prima del tipo de cambio paralelo, se condujo un análisis econométrico de series de tiempo.

Este trabajo cuenta con tres capítulos. El primero brinda una descripción teórica de los controles de cambio y de los mercados de divisas. Igualmente, se incluye la justificación teórica, en base a literatura previa, de las variables incluidas en el estudio. El segundo capítulo presenta una breve reseña de los esquemas cambiarios aplicado en Venezuela a partir de 1964. Luego, se explica el comportamiento del mercado de divisas venezolano, y finalmente se expone la trayectoria de las variables explicativas con respecto a la prima, durante el período de estudio. Por último, en el tercer capítulo se muestran los modelos estimados para observar los determinantes de la brecha del tipo de cambio paralelo. Posteriormente, se exponen los resultados obtenidos.

CAPÍTULO I: ASPECTOS TEÓRICOS SOBRE LOS CONTROLES DE CAMBIO Y EL MERCADO PARALELO DE DIVISAS

El presente capítulo tiene por objeto presentar un acercamiento teórico de los controles de cambio, y de los mercados paralelos de divisas. Además, se señalan los determinantes de la prima del tipo de cambio paralelo, haciendo referencia a la opinión de diversos autores sobre el tema, a fin de revelar su incidencia en el caso venezolano.

I.1 Aspectos Teóricos Básicos sobre los Controles de Cambio

El mercado de divisas es aquel en el cual se transan monedas extranjeras; es decir, el mercado dentro del cual los bancos, las empresas y los agentes económicos en general compran y venden divisas. Por la interacción de la oferta y la demanda de divisas se determina el tipo de cambio.

Los gobiernos de los países pueden aplicar restricciones de capital, interviniendo en el mercado de divisas a través de la imposición de leyes. Una de las medidas que suelen emplear es el control de cambios, que consiste en la intervención por parte del Estado tendiente a restringir la demanda y la oferta de divisas. Puede involucrarse la determinación tanto del tipo de cambio como del volumen de divisas transadas, suponiendo una reglamentación oficial de las operaciones en este mercado. A fin de cuentas, el régimen de control de cambios termina alterando el funcionamiento de la oferta y la demanda de divisas en el mercado cambiario.

Rodners (1997) expone, basándose en una clasificación que hace Richard Edwards en su trabajo *Internacional Monetary Collaboration*, que se pueden definir 2 tipos de regímenes de cambio. El primero es el **Sistema de cambio totalmente libre**, que es básicamente aquel sistema que no restringe la forma en que se puede intercambiar moneda nacional por extranjera, entre otras características. Por otro lado, el **Sistema de cambio controlado en forma absoluta** es aquel que no permite a los residentes de un país realizar transferencias con la moneda de uso legal sin autorización, y prohíbe la tenencia de activos en moneda extranjera.

En Venezuela existe actualmente un control cambiario del segundo tipo, pues la población tiene prohibida la libre compra y venta de divisas en el país,

existiendo, restricciones sobre la cantidad de divisas asignadas para distintas transacciones. Más adelante se tratará con mayor profundidad y detalle el régimen establecido actualmente en el país, y sus implicaciones.

I.2 Aspectos Teóricos Básicos sobre el Mercado Paralelo de Divisas

Partiendo de que nos encontramos en un sistema de cambio controlado, se tiene que una de las consecuencias de este tipo de régimen es la aparición de un mercado paralelo de divisas (Kamin, 1991). Herrera (1990), afirma que en este mercado se llevan a cabo transacciones que, por diferentes motivos, no se realizan en el mercado oficial. Los mercados paralelos de divisas se han convertido en fenómenos comunes en los países en desarrollo (Fardmanesh y Douglas, 2003), tal como Venezuela.

Ciertamente, este mercado es la agrupación de todas las personas, entidades y empresas que negocian dólares, o cualquier otra divisa, sin la intervención del Banco Central o de CADIVI como lo requiere la Ley que estableció el Control de Cambiario en febrero de 2003.

Así, el mercado paralelo funciona bajo la interacción de la oferta y la demanda, calculando cotizaciones para la divisa en base al precio de instrumentos financieros respaldados y convertibles a dólares (Bonos, notas estructuradas, acciones con ADRs) que se transan en las bolsas de valores.

Teóricamente, la demanda del mercado paralelo se origina por las presiones de los agentes económicos que requieren divisas para diversas motivaciones, ya sea para financiar importaciones, repatriación de rendimientos de la inversión extranjera en el país y/o remesas enviadas por residentes, exportación de capitales, especulación, viajes, etc., que efectivamente no logran ser cubiertas a través del mercado oficial.

Por otro lado, detrás de la oferta se encuentran las transacciones tales como exportación de bienes y servicios, ingresos sobre inversiones del país, donaciones y remesas recibidas por residentes o importación de capital extranjero. Vale destacar que la principal fuente de divisas proviene de las exportaciones petroleras. Dicha oferta es gestionada y controlada por el Estado y las autoridades monetarias, quienes son los suministradores de moneda extranjera en el mercado. La parte más importante de la demanda y de la oferta respectivamente es la correspondiente a importaciones y exportaciones de bienes y servicios.

A medida que la demanda de divisas por parte de los agentes económicos aumente, incrementándose así el exceso de demanda en este mercado, la prima actuará en el mismo sentido haciéndose más grande si el tipo de cambio oficial no se ajusta. Aun así, en un mercado de divisas controlado como el venezolano, las autoridades pertinentes pueden intervenir en las fluctuaciones de dicha brecha aplicando medidas que flexibilicen la oferta de divisas en el mercado de permuta.

Aun cuando el mercado de divisas responde a variables económicas, su actividad generalmente refleja también factores de carácter especulativo (Herrera 1990). Este tipo de mercado se caracteriza por ser poco profundo y por poseer una bajo nivel de transparencia e información asimétrica, razones que, junto a la especulación mencionada y algunas otras, hacen que el tipo de cambio paralelo presente un comportamiento altamente volátil. La volatilidad puede ser vista como factor negativo pues representa para los agentes incertidumbre y riesgo.

El modelo DDPRS (1983) trata al mercado paralelo de manera muy cercana a un régimen de tipo de cambio dual, considerando que, a pesar de que la ley establece una sola cotización para las divisas, en realidad existen dos precios: el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio paralelo.

I.3 Determinantes de la Prima del Tipo de Cambio Paralelo

Para justificar teóricamente las variables que son consideradas en este estudio como los determinantes principales de la prima, se hará referencia a trabajos anteriores de diversos autores que han desarrollado investigaciones para diferentes países. Se paseará por cada una de ellas para explicar cómo puede afectar su comportamiento al *premium*.

Los determinantes que influyen en la brecha del tipo de cambio paralelo son los siguientes: liquidez monetaria, tipo de cambio real oficial y diferencial de las tasas de interés ajustado a la depreciación. Estas variables han sido tomadas en cuenta en numerosos estudios sobre la prima del tipo de cambio, pues son estándar en este tipo de literatura. Entre algunos de ellos se pueden encontrar DDPRS (1983) y Phylaktis (1991), que estudian el impacto que tienen el tipo de cambio real oficial y el diferencial de tasas en el *premium*, Salcedo (1997), que incluye en su análisis la liquidez monetaria, y Edwards (1989), que trabaja en la relación con la brecha y el tipo de cambio real.

Además, se estudiarán otros factores específicos al caso venezolano que pueden mejorar el carácter explicativo del modelo. Entre ellos están el contenido de los discursos políticos, la brecha entre las importaciones y las liquidaciones

realizadas por CADIVI, y las intervenciones en el mercado a través de operaciones de títulos de deuda.

Vale la pena destacar que la intención no es aseverar que los determinantes previamente mencionados sean los únicos que influyen en el *premium*, sino que sencillamente fueron los considerados más pertinentes para este estudio. Por tanto, no se incluyeron algunas variables como por ejemplo el turismo (DDPRS, 1983 y Phylaktis, 1991), la inflación (Kharas y Pinto, 1989), exportaciones oficiales (Kamin, 1993), entre otras, pues no se consideraron relevantes para el caso venezolano.

I.3.1 Liquidez Monetaria

La evidencia empírica arroja resultados que reflejan que la oferta monetaria¹, junto con el diferencial de tasas de interés ajustado a la depreciación, son los determinantes más significativos del spread real² (Salcedo, 1997). La oferta

-

¹ Salcedo describe que el porcentaje de variación de la oferta monetaria real (Ms) es igual a (M2). M2, por su lado, es un indicador de liquidez monetaria.

 $^{^2}$ El autor define el spread real como la diferencia entre el tipo de cambio real paralelo y el tipo de cambio real oficial. Este estudio calcula la prima del tipo de cambio para los valores reales, en vez de para los nominales, como es este caso.

monetaria y el spread real se mueven en la misma dirección, por lo que cuando la oferta monetaria aumenta, el spread real también lo hace.

Fardmanesh y Douglas (2003) determinan que para Guyana, cambios en la base monetaria real tienen un impacto significativo en la prima del mercado paralelo. Un incremento del 1% en su base monetaria real en un período previo, implica un 6.89% de aumento en el *premium* en el período actual.

I.3.2 Tipo de Cambio Real Oficial

El modelo de equilibrio parcial propuesto por DDPRS (1983), comprueba que el tamaño del *premium* está determinado por tres determinantes principales, entre los que se encuentra el tipo de cambio real oficial. Posteriormente, Salcedo (1997) basándose en el mismo modelo, concluye que el tipo de cambio real oficial esta inversamente relacionado con la prima, por lo que deben moverse en direcciones contrarias. Eso significa que una depreciación real o un incremento del tipo de cambio real oficial lleva al *premium* a un descenso.

Edwards (1989) y Kamin (1993), mantienen la idea de que el *premium* del mercado paralelo puede reflejar el desvío del tipo de cambio real de su valor de equilibrio de largo plazo. De esta manera, ese desvío puede ser un indicador de distorsiones del mercado cambiario.

I.3.3 <u>Diferencial de Tasas de Interés Ajustado a la Depreciación</u>

Este diferencial representa el rendimiento esperado de poseer dólares (moneda extranjera) en vez de bolívares (moneda doméstica), a fin de que, si los agentes económicos esperan que exista una ganancia potencial medida por este diferencial, la cantidad de moneda nacional que la gente desea mantener en forma de activos denominados en dólares aumenta (Salcedo, 1997). Por lo tanto, esta variable esta asociada de manera positiva a la prima; mientras mayor sea la tasa de interés extranjera y/o la tasa de depreciación, bajo una tasa doméstica dada, la brecha del tipo de cambio se hará cada vez más larga.

Volviendo el modelo DDPRS (1983), este resulta en dos ecuaciones que describen la dinámica del stock de dólares paralelos transados en la economía (cantidad) y el *premium* del dólar paralelo (precio). Partiendo de un equilibrio de stock inicial, un incremento en los diferenciales de interés oficiales ajustados

por la depreciación creará un exceso de demanda que deberá ser satisfecha por un aumento en la oferta relativa de dólares en el mercado paralelo, lo que ocasionará un incremento de la prima.

I.3.4 <u>Intervenciones en el Mercado a través de Operaciones con Títulos de</u> Deuda, Emitidos en Moneda Nacional y Convertibles a Dólares

Una de las variables en cuestión se refiere a las intervenciones del Estado en el mercado a través de operaciones con títulos de deuda, emitidos en moneda nacional y convertibles a dólares. Todo esto, tratando de mantener en niveles bajos la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo, al ampliar la oferta de dólares y aliviar las presiones que hay en el mercado de divisas. Esta variable recoge las emisiones los títulos con estas características llevadas a cabo entre mayo de 2003 y diciembre de 2007³. Para incluirla en la estimación se utilizaron variables dummy, que recogen cada una de las emisiones de estos títulos efectuadas durante el período en estudio.

 3 En el siguiente capítulo se compartirá la información de estas emisiones (fecha de convocatoria, monto).

I.3.5 Brecha entre Importaciones Totales y Liquidaciones de CADIVI

También se consideró el impacto que pueden tener las liquidaciones de CADIVI con relación al nivel de importaciones, medido a través de la brecha entre las importaciones totales y las liquidaciones de divisas que efectivamente provee CADIVI. Esta diferencia puede servir como aproximación de la cantidad de divisas que son adquiridas en el mercado paralelo para cubrir el total de las importaciones que quedan fuera de las asignaciones de CADIVI.

Según el modelo DDPRS (1983), partiendo de un equilibrio inicial en el mercado de flujo, mantiene que un incremento en la prima del mercado paralelo reduce las importaciones realizadas fuera del mercado oficial. Suponiendo que el tipo de cambio oficial permanece inalterado, el aumento el *premium* viene dado necesariamente por un incremento del tipo de cambio paralelo; al hacerse esta cotización más mayor, las importaciones realizadas a ese precio tenderán a disminuir. Este efecto traería la reducción de la brecha entre importaciones y liquidaciones (asumiendo que las liquidaciones no cambian).

I.3.6 Contenido del Discurso Político

Trabajos recientes han considerado el discurso político como predictor de acciones gubernamentales (Edwards, 1995, Larsen, 1997 y Brugada, 2002). Esto, a su vez, puede afectar las decisiones de los agentes. Dada la proliferación del discurso político en años recientes, se quiso incluir entre las variables a estudiar un indicador del contenido de dichos discursos para medir el efecto que pueda tener sobre la prima del tipo de cambio paralelo.

La elaboración de la agenda de políticas públicas por parte de los gobiernos tiende a alcanzar el dominio público previo a la ejecución de la política. Esto sucede entre otros motivos para informar a la opinión pública y generar empatía y aprobación con miras a evitar el rechazo de la medida una vez en ejecución. Basado en esta premisa, el discurso de los ejecutores de políticas, en este caso del Presidente de la República, puede ser un mecanismo predictor de la agenda de políticas públicas. Como justificación teórica de este concepto, veamos un simple esquema del proceso de formación de políticas públicas que Brugada (2002) adapta de un trabajo realizado previamente por Kingdom (1984):

Definición y construcción del discurso

Formulación del discurso

Definición de la agenda

Implementación de la política

Formulación de la política

Definición de la agenda

Figura 1: Proceso de Formulación de Políticas Públicas

Fuente: Brugada (2002) y Kingdom (1984)

En el Figura 1 observa claramente que existe una relación íntima entre el lenguaje y la manera en que los problemas son construidos y llevados al escenario político. El lenguaje y la comunicación política juegan un rol clave en precisar los problemas que definitivamente entran en la agenda, por lo que los discursos políticos son sin duda parte de este proceso y revelan información importante sobre el futuro de las políticas. En conclusión, los discursos políticos, pueden servir como estimador de la agenda y por ende del riesgo (Brugada, 2002).

Bajo el contexto venezolano actual, el anuncio por parte del ejecutivo cambios en el marco jurídico y más aún en el marco constitucional del país genera incertidumbre en los agentes económicos. Los cambios generan incertidumbre

acerca del contexto económico, lo cual puede incidir sobre las preferencias de distribución de portafolio de los agentes. No obstante, si las políticas son anunciadas previamente, se reduce la incertidumbre y por ende el riego, razón suficiente para argumentar que los inversionistas deben reaccionar en base al lo que anticipa el discurso político.

Es importante mencionar que, aun cuando se argumenta que "es probable que se haga lo que se dice", el objetivo del estudio de Brugada (2002) no es, y tampoco lo es el de esta investigación, comprobar si todo lo que se anuncia termina convirtiéndose en una política pública; lo significativo es la reacción de los inversionistas frente a lo que posiblemente pueda suceder. Tomando como supuesto el hecho de que el discurso puede afectar las decisiones de portafolio de los agentes, y que en el marco de un control de cambios las salidas de capitales se llevarían a cabo a través del mercado paralelo, la inclusión en este estudio del análisis de contenido como predictor de la agenda resulta interesante.

Específicamente, la autora comprueba empíricamente la influencia del contenido del discurso político en los movimientos de capital y en la inversión extranjera directa. El análisis de los resultados muestra que los movimientos de capital responden a factores económicos, pero también a factores que impliquen riesgo a la inversión. En este caso fueron utilizados los discursos como posibles predoctores de la agenda y por ende del riesgo. En esta investigación se pretende

estudiar el impacto del contenido del discurso político en el *premium* del tipo de cambio paralelo, aplicando una metodología muy similar a la de Brugada (2002), que será explicada más adelante.

CAPÍTULO II: APROXIMACIÓN AL CASO VENEZOLANO

El objetivo de este capítulo es ofrecer al lector una reseña del caso venezolano en materia cambiaria. Inicialmente, se presenta un breve recuento de los esquemas cambiarios que han tenido lugar en Venezuela a partir de 1964 hasta la actualidad, haciendo énfasis en los periodos de control de cambio con el fin de ilustrar la aparición de mercados paralelos con importantes primas en cada oportunidad. Seguidamente, se exponen los hechos estilizados del comportamiento del tipo de cambio paralelo y de la brecha durante el período de estudio. Luego, se presentan las características del mercado para operaciones de permuta con títulos valores, en el cual se llevan a cabo las transacciones con el tipo de cambio paralelo. Para finalizar este apartado, se describe la trayectoria variables que se tomaron en cuenta en esta investigación, considerando su influencia en el movimiento del *premiun* del tipo de cambio paralelo en Venezuela.

II.1 Reseña Histórica sobre los Regímenes Cambiarios en Venezuela

A continuación se dará un breve paseo por la historia de los regímenes cambiarios aplicados en Venezuela a partir de 1964. En la Tabla 1 se observa la cronología de los mismos, y más abajo una pequeña descripción de cada uno de los períodos.

Tabla 2: Historia de los Regímenes Cambiarios en Venezuela

Período	Tipo de régimen cambiario
Enero 1964 - Febrero 1983	Tipo de Cambio Fijo y Libre Movilidad de Capitales
Febrero 1983 - Febrero 1989	Control de Cambios (RECADI)
Febrero 1989 - Septiembre 1992	Flotación Cambiaria
Octubre 1992 - Junio 1994	Minidevaluaciones
Julio 1994 - Julio 1996	Control de Cambios (OTAC)
Julio 1996 - Enero 2002	Bandas Cambiarias
Febrero 2002 - Febrero 2003	Flotación Controlada
A partir de Febrero 2003	Control de Cambios (CADIVI)

Fuentes: BCV y cálculos propios.

 Enero 1964 – Febrero 1983: durante este período se mantuvo en Venezuela un régimen de tipo de cambio fijo con absoluta libertad de los movimientos de capital. Desde 1964 hasta 1970, se manejó una cotización fija de 4,50 Bs. por dólar. Hasta 1972, se ubicó en Bs/US\$ 4,40 y posteriormente se fijó en Bs/US\$ 4,30.

• Febrero 1983 - Febrero 1989: a lo largo de estos seis años la medida tomada se constituyó en la definición de dos tipos de cambio preferenciales de Bs/US\$ 4,30 y Bs/US\$ 6,00, y una tasa de cambio libre. Las dos primeras tasas fueron establecidas para las importaciones consideradas como esenciales y para el servicio de deuda externa, respectivamente, mientras que la tasa libre cubría el resto de las transacciones de la economía.

Más adelante la moneda sufre una devaluación de 41%, definiéndose una nueva cotización de Bs/US\$ 7,50; en ese momento se trasladan a esa tasa la totalidad de las importaciones efectuadas a Bs/US\$ 6,00 y la gran mayoría de las que antes se negociaban a la tasa de Bs/US\$ 4,30. Este control de cambios fue administrado por la Oficina del Régimen de Cambios Diferenciales (RECADI). Como es de esperarse, durante este régimen cambiario surge un mercado paralelo de divisas para calmar la demanda insatisfecha, en el cual la divisa llegó a cotizarse con una prima de hasta 100%.

- Febrero 1989 Septiembre 1992: se elimina el control cambiario y se aplica un programa de ajuste basado en un esquema de flotación del tipo de cambio. Para el momento de entrar en vigencia el nuevo esquema cambiario, que contaba con el apoyo del Fondo Monetario Internacional (FMI), la cotización del tipo de cambio se ubica en Bs/US\$ 39,60.
- Octubre 1992 Junio 1994: en Octubre de 1992 se adopta en Venezuela un esquema de minidevaluaciones. En Junio de 1994 es suspendida la entrega de divisas a causa de la explosión de la crisis financiera y a la continua pérdida de reservas internacionales.
- Julio 1994 Julio 1996: se adopta un régimen de control cambiario, administrado por la Oficina Técnica de Administración Cambiaria (OTAC). La tasa de cambio oficial fue de Bs/US\$ 170, significando una devaluación del 23% respecto al tipo de cambio promedio de mayo de 1994. El 11 de diciembre de 1995 las autoridades ejercieron una devaluación del 70%, y el tipo de cambio alcanza un valor de Bs/US\$ 290. De nuevo, aparece un mercado paralelo de divisas que expresaba, por medio de un diferencial cambiario que a finales de 1995 asciende hasta 92%, las distorsiones de un mercado altamente regulado.

- Julio 1996 Enero 2002: en Julio de 1996 se establece un sistema de bandas cambiarias. La tasa de deslizamiento de la paridad central fue establecida en 1,5% mensual, conforme a la meta de inflación negociada con el Fondo Monetario. Esto trajo como consecuencia una devaluación de la moneda, alcanzando el tipo de cambio un valor de Bs/US\$ 470.
- Febrero 2002 Febrero 2003: Venezuela implementa un esquema de flotación. El tipo de cambio comienza cotizándose en Bs/US\$ 758, y llega a valores de Bs/US\$ 980.
- A partir de Febrero 2003: El 5 de Febrero del 2003 fue publicado en la Gaceta Oficial Nº 37.625 un decreto de Convenio Cambiario a través del cual el Ejecutivo Nacional impone un control de cambios que sigue vigente hasta la actualidad. El monto establecido por el Banco Central de Venezuela junto con el Ejecutivo para la compra y venta de dólares fue de 1.600 Bs/US\$. En febrero del año 2004 se anuncia una devaluación de la moneda, y el tipo de cambio aumenta a 1.920 Bs/US\$. Otra devaluación ocurre en marzo del 2005, cuando el tipo de cambio llega a su nivel actual: 2.150 Bs/US\$.

En este régimen CADIVI, cuyas siglas significan Comisión de Administración de Divisas, ejerce el papel de ente encargado de administrar el mercado cambiario nacional. Por ser éste el período seleccionado para este estudio, a lo largo de la investigación se presentará más información sobre el mercado cambiario en el mismo, incluyendo un análisis exhaustivo del mercado paralelo de divisas existente.

II.2 El Mercado Cambiario Bajo el Control de Cambios Vigente

En este apartado se ofrece al lector una descripción del comportamiento de la oferta y de la demanda en el mercado de divisas durante el período 2003-2007, en el cual es aplicado un régimen de control cambiario en Venezuela. Se identifican además algunos factores puntuales de carácter político, económico y regulatorio que pueden haber tenido un impacto en la dinámica de este mercado.

Los principales agentes que participan en el mercado de divisas en Venezuela, son los siguientes:

• El Banco Central de Venezuela (BCV), encargado de centralizar la compra y venta de divisas cuando existen disponibilidades, fija y ajusta, de acuerdo con el Ejecutivo Nacional, el tipo de cambio y aprueba el presupuesto nacional de divisas.

- CADIVI, coordina, administra, controla y establece los requisitos, procedimientos y restricciones que permiten ejecutar el control de cambios.
- Los bancos e instituciones financieras, casas de cambio y demás operadores cambiarios autorizados se encargaran de canalizar finalmente las divisas aprobadas.

II.2.1 El Mercado Oficial

CADIVI, como administrador del control de cambios, dispone la cantidad de divisas oficiales que se le otorga a los diferentes rubros de la economía. Para tener una percepción general de cómo se estructura esta asignación, veamos la manera en que fue hecha para el último trimestre del año 2007: del total de divisas que fueron autorizadas, el 58% se autorizaron para las importaciones, el

23% para Convenio ALADI4, y un poco más del 8% para tarjetas de crédito. A la inversión extranjera, líneas aéreas, deuda externa privada, remesas familiares, entre otros, les toco menos del 5% de las divisas totales autorizadas. A pesar de que las divisas autorizadas para cada rubro tienden a variar mes a mes, se puede considerar una regla que las importaciones, incluyendo las tramitadas a través del Convenio ALADI, se lleven el grueso de las divisas aprobadas (cerca del 80%).

Básicamente, el proceso para obtener divisas a través de CADIVI consta de tres etapas: primero debe emitirse una solicitud cumpliendo con los requisitos exigidos por este organismo. Luego, las solicitudes pasan por un proceso de aprobación o autorización, destacando el hecho de que introducir una solicitud no necesariamente implica que las divisas serán suministradas. Por último se da la liquidación de las divisas que fueron previamente aprobadas, fecha en la cual efectivamente son utilizadas.

Una vez definido el tipo de cambio oficial y algunas otras restricciones para la adquisición de divisas, la ley indica que todas las transacciones deben realizarse a esa cotización cumpliéndose el proceso descrito en el párrafo anterior.

-

⁴ El Convenio ALADI, cuyas siglas significan Comisión Latinoamericana de Integración, es un organismo de integración económica intergubernamental América Latina.

II.2.2 El Mercado Paralelo

Tal como se mencionó en el capítulo anterior, una consecuencia de los regímenes de control cambiario con restricción de movilidad de capitales, se refiere a la existencia de un mercado paralelo de divisas en el cual se transan montos que no son satisfechos en el mercado oficial. Recordemos que dicha demanda insatisfecha genera presiones en la cotización de la divisa, generando una brecha entre el precio de la misma en el mercado paralelo y el oficial.

Producto de la demanda insatisfecha, a mediados del mes de Marzo de 2003 los demandantes de medios de pagos externos hallaron la manera de obtener divisas de manera legal fuera de las autorizaciones de CADIVI. Se comenzaron a transar acciones de la CANTV (Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela) en la Bolsa de Valores de Caracas, proceso que les permitía adquirir ADR en la Bolsa de Valores de Nueva York. Específicamente, siete acciones de la CANTV en la Bolsa de Caracas equivalían a un ADR de la CANTV en Nueva York, y posteriormente con la venta de este instrumento financiero se obtenía un tipo de cambio implícito que se estableció como un precio de referencia para estas operaciones que quedaban por fuera de CADIVI.

Lógicamente, como manifestación de las barreras de acceso a este mercado y los costos de transacción existentes, el tipo de cambio de referencia constituido por estas operaciones con ADR de CANTV terminó reflejando una diferencia relevante en relación al tipo de cambio oficial impuesto. Este proceso se denomina como operaciones de permuta, concluyendo entonces que se puede utilizar el precio de la permuta como referente de la cotización del dólar fuera del mercado oficial. Es importante destacar que así como los ADR de CANTV y otras compañías fueron empleados para realizar operaciones de permuta, existen otros instrumentos que han sido utilizados en el mercado paralelo. Por ejemplo, las emisiones de bonos convertibles en divisas, las notas estructuradas con activos subyacentes en divisa, entre otros.

II.3 Dinámica de la Cotización de las Operaciones de Permuta con Títulos Valores en el Mercado Bursátil Venezolano y sus Posibles Determinantes

Al analizar la data disponible del tipo de cambio paralelo y de la brecha durante el período considerado para esta investigación, es posible observar una estabilidad en el precio del dólar paralelo desde el inicio del régimen hasta mediados del año 2006. No obstante, en el segundo semestre de 2006 el tipo de

cambio comienza a ascender, y es a partir del primer trimestre del año 2007 cuando la cotización del dólar paralelo sufre un significativo aumento, que ocasionó un incremento en la prima.

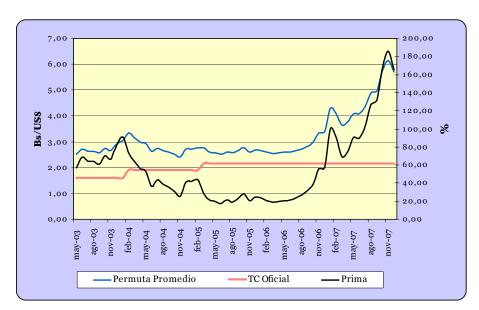


Gráfico 1: Permuta Promedio, Tipo de Cambio Oficial y Prima

Fuente: BCV, Veneconomía, cálculos propios.

Observemos la evolución de la brecha y de los tipos de cambio oficial y paralelo entre mayo 2003 y diciembre 2007 en el Gráfico 1. Durante el período de estabilidad⁵ la prima se mantuvo entre un 20% y un 45% aproximadamente,

⁵ Suponemos que el período de estabilidad de la prima ocurre entre los meses de junio 2004 y octubre 2006, pues los valores del tipo de cambio paralelo no presentan la volatilidad que los caracteriza en otros

mientras que a comienzos del año 2006 asciende a 100% y mantiene una tendencia al alza, alcanzando un valor máximo de un poco más de 180%.

Para entender el comportamiento observado en el Gráfico 1, a continuación se describirán, a través de fundamentos teóricos, los factores determinantes del movimiento en la prima del tipo de cambio paralelo, y cómo influyen en la misma.

II.3.1 <u>Estudio de las Variables que Influyen en la Prima del Tipo de Cambio</u> Paralelo

En base a lo desarrollado en el capítulo anterior, recordemos que la prima del tipo de cambio paralelo en Venezuela puede estar afectado por las siguientes variables: liquidez monetaria, tipo de cambio real oficial, diferencial de las tasas de interés ajustado a la inflación, contenido de los discursos políticos, brecha entre las importaciones y las liquidaciones realizadas por CADIVI, y emisiones con títulos de deuda pública, convertibles a moneda extrajera. De inmediato, se describe la trayectoria de cada una de las variables, y su comportamiento con respecto a la prima a lo largo del período de estudio.

II.3.1.1 Liquidez Monetaria Real

La liquidez monetaria real⁶ ha mantenido una tendencia constante al alza a lo largo del período a estudiar (ver Gráfico 2). Según el Banco de Venezuela⁷ (2005), el fenómeno de expansión de la liquidez monetaria en Venezuela ha sido una constante a raíz del control de cambio en cuestión, y de la presencia de elevados precios petroleros con una política de gasto público netamente expansiva. Puede afirmarse que, a partir del 2005, los factores que promueven el aumento de la liquidez se han mantenido. De hecho, entre mayo de 2003 y diciembre de 2007, el incremento de la liquidez real fue de más del 300%.

En el Gráfico 2, presentado a continuación, se observa como el comportamiento de la liquidez real y de la prima parecen presentar una similitud. Efectivamente el coeficiente de correlación entre ambas es 0,35, implicando una relación positiva entre ambas variables. Cuando la liquidez monetaria real aumenta, el *premium* presenta la misa tendencia al alza.

⁶ La liquidez monetaria es definida como M2, y se compone de los billetes y monedas en circulación y del cuasidinero, es decir, los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo. Por otro lado, la liquidez real es la liquidez nominal deflactada por el índice de precios al consumidor.

⁷ Reporte Mensual, Diciembre 2005

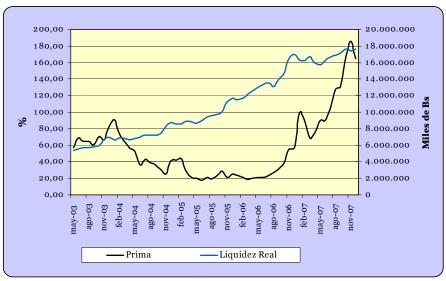


Gráfico 2: Liquidez Monetaria Real y Prima

Fuente: BCV, Federal Reserves y cálculos propios.

II.3.1.2 Tipo de Cambio Real Oficial

Las variaciones del tipo de cambio real⁸ oficial pueden originarse por variaciones en el tipo de cambio nominal oficial, variaciones en los precios de los bienes extranjeros, o variaciones el los precios de los bienes locales. El tipo de cambio real oficial y el paralelo pueden moverse en diferentes direcciones, creando

⁸ El tipo de cambio real de un país (país local) respecto de otro (país extranjero) es el precio relativo de los bienes del país extranjero expresados en términos de bienes locales.

simultáneamente sobre-valuación del tipo de cambio real oficial y depreciación del paralelo. Esta situación es la que ha caracterizado a esta variable en el período en cuestión, y se puede observar en el siguiente gráfico:

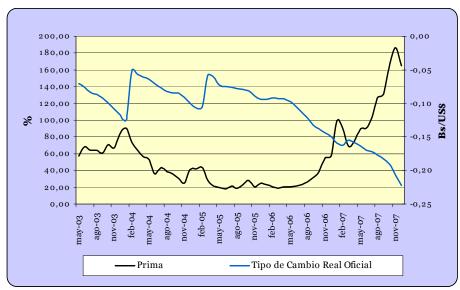


Gráfico 3: Tipo de Cambio Real Oficial y Prima

Fuente: BCV, Federal Reserves y cálculos propios.

Se evidencia una relación inversa entre la prima y el tipo de cambio real oficial, tal como revela el Gráfico 3 y el coeficiente de correlación de ambas, -0,75. Los picos en la curva de tipo de cambio real oficial se deben principalmente a las devaluaciones oficiales decretadas en febrero de 2004 y marzo de 2005.

II.3.1.3 Diferencial de Tasas de Interés Ajustado a la Depreciación

En el siguiente gráfico se puede observar que, si bien es cierto que el diferencial de tasas de interés ajustado a la depreciación⁹ experimenta un comportamiento fluctuante, posee una tendencia al alza durante el período en cuestión.

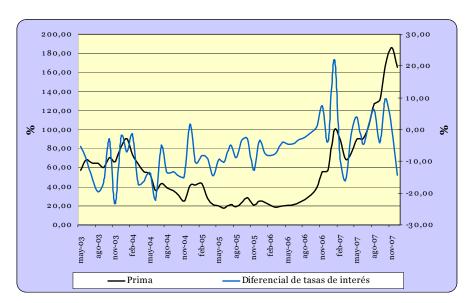


Gráfico 4: Diferencial de Tasas de Interés Ajustadas a la Depreciación y Prima

Fuente: BCV, Federal Reserves, Veneconomía y cálculos propios.

⁹ El diferencial de tasas de interés ajustado a la depreciación es la comparación entre la tasa de interés externa ajustada a las expectativas de devaluación y la tasa de interés doméstica. Por su parte, las expectativas de devaluación son calculadas a la devaluación observada en el mercado paralelo)

Gráficamente es fácil percibir que la prima y el diferencial de tasas mantienen una relación positiva. El coeficiente de correlación para este par de variables se ubica en 0,30. Este diferencial aumenta si la tasa de interés extranjera para los depósitos y/o la depreciación se incrementan, o la tasa doméstica se reduce.

II.3.1.4 Intervenciones en el Mercado a Través de Operaciones con Títulos de Deuda, Emitidos en Moneda Nacional y Convertibles a Dólares

Esta variable recoge las emisiones de estos títulos llevadas a cabo entre mayo de 2003 y diciembre de 2007. Las relevantes para efectos de esta variable en cuestión son: en noviembre de 2006 los Bonos del Sur I, cuyo monto fue de 1000 millones de dólares. La emisión de Bonos del Sur II y Bonos del Sur III se llevaron a cabo en los meses de febrero y agosto de 2007, respectivamente, por un monto de US\$ 1500 millones cada una. En abril de 2007 tiene lugar una gran emisión de Bonos de PDVSA, que alcanza la suma de US\$ 7.000 millones. Finalizando este año, en noviembre, se dan las emisiones: El Venezolano I por US\$ 750 millones, y el Venezolano II por 250 millones de dólares.

200.00 180,00 Bono del Sur Con formato: Fuente: 7 pto Convocatoria Bono PDVSA Con formato: Fuente: 7 pto, Negrita 120,00 Con formato: Fuente: 7 pto 100,00 Con formato: Fuente: 7 pto, Negrita 80,00 Bono del Sur 1 Con formato: Fuente: 7 pto 60,00 Con formato: Fuente: 7 pto, Negrita 40,00 20,00 Prima

Gráfico 5: Emisiones de Títulos de Deuda

Fuente: BCV, Veneconomía, Ministerio del Poder Popular para Economía y Finanzas, cálculos propios.

A pesar de que en el año 2007 se emite la mayor cantidad de deuda, no se logra controlar la prima como se hizo en los años anteriores. Esto implica que estuvieron presentes otros factores que impiden el control de la tendencia al alza del tipo de cambio paralelo. No obstante, al observar detalladamente el Gráfico 5, se evidencia que la única emisión que al parecer influyó negativamente en la prima fue la de los Bonos de PDVSA. Una de las razones que puede explicar este hecho es que PDVSA realizó la emisión más grande, casi cuatro veces mayor que la emisión que le sigue en cantidad de divisas ofrecidas.

II.3.1.5 Brecha entre Importaciones Totales y Liquidaciones de CADIVI

En línea con lo mencionado previamente, uno de los factores que estuvo en el 2007 y que pudo influir significativamente en la prima alterando su estabilidad, fue una disminución de la fluidez de las divisas otorgadas por CADIVI.

En septiembre del año 2006, CADIVI anuncia nuevos requisitos para la aprobación de divisas preferenciales, haciéndose necesaria la presentación de una solvencia laboral para obtenerlas. Además, a finales del mismo año se anuncia el requerimiento de un certificado de producción nacional por parte del MILCO (Ministerio de Industrias Ligeras y Comercio). Las nuevas medidas generaron trabas en la fluidez de las aprobaciones de CADIVI, provocando que aquellas empresas que no lograran cumplir con dichos requisitos, estuvieran obligadas a dirigirse al mercado paralelo de divisas, generándose mayor presión sobre el precio del dólar paralelo.

En el Gráfico 6 se observa que esta brecha presenta una tendencia al alza en el tiempo. Ambas variables, importaciones totales y liquidaciones, experimentaron un incremento a lo largo del período, pero la brecha aumenta gracias a que las importaciones crecieron en mayor proporción. Esta variable pareciera tener una

relación positiva con la prima, al experimentar un coeficiente de correlación de 0,30.

200,00 2.400 180,00 1.900 160,00 140,00 1.400 120,00 **%** 100,00 80,00 60,00 ago-06 go-qəj nov-05 90-von ■ Brecha Importaciones menos liquidaciones Prima

Gráfico 6: Brecha entre Importaciones Totales y Liquidaciones de CADIVI y Prima

Fuente: INE, BCV y cálculos propios.

II.3.1.6 Contenido del Discurso Político

Tal como se dijo en el capítulo anterior, incluir el análisis del contenido del discurso político como predictor de acciones gubernamentales entre los determinantes que afectan la prima, puede tener bastante sentido. Recordemos que los anuncios dados en los discursos se refieren a políticas que los agentes

suponen que se van a realizar, causando incertidumbre y cambio en sus expectativas. El coeficiente de correlación entre el *premium* y esta variable es 0,29, suponiendo entonces que poseen una relación positiva.

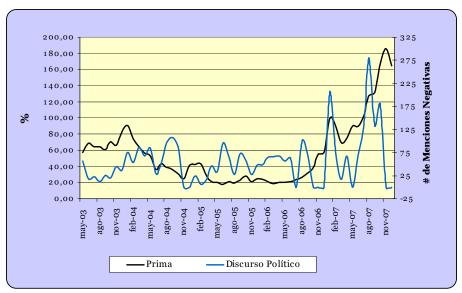


Gráfico 7: Contenido del Discurso Político y Prima

Fuente: ALO Presidente y cálculos propios

Es importante destacar que los de descensos bruscos que muestra el gráfico anterior, se deben a que durante esos meses¹⁰ no se realizaron transmisiones del programa Aló Presidente.

 $^{^{\}rm 10}$ Noviembre y diciembre de 2004; julio, octubre, noviembre y diciembre de 2006; y mayo, noviembre y diciembre de 2007.

Para ilustrar un poco las cosas que intenta recoger este índice, se hará referencia a algunos eventos que son considerados claves en la descripción del comportamiento de la prima del tipo de cambio paralelo en Venezuela. El primer pico importante representado en el Gráfico 7 se produce en enero de 2007, cuando el ejecutivo anuncia la nacionalización de las empresas Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela (CANTV) y Electricidad de Caracas (EDC), por considerarlas sectores estratégicos que garantizan la seguridad nacional. Estos anuncios provocan la salida de las acciones de ambas empresas de la bolsa de Nueva York (NYSE). Como consecuencia, se crea un ambiente de incertidumbre que pudo influir en la modificación las expectativas de los agentes económicos.

Otro pico importante tiene lugar entre los meses de marzo y octubre del año 2007. En este período, el tipo de cambio paralelo experimenta una sostenida tendencia al alza, especialmente a partir del mes de agosto cuando se anuncia la realización de un referéndum que buscaba aprobar la Reforma Constitucional. El contenido de esta reforma incluía modificaciones estructurales en la forma política, económica y social del país, que por lo tanto generaban incertidumbre.

Durante los meses de octubre y noviembre del 2007, el precio del paralelo ascendió hasta llegar a niveles nunca antes alcanzados. Algo que pudo influir en esto fueron las expectativas adversas de los agentes por los resultados del 2 de

diciembre, día en el cual se conocerían los resultados de aprobación o de rechazo a la Reforma Constitucional.

Para finalizar este capítulo, se dice que si bien este análisis resulta ilustrativo, se hace necesario un análisis econométrico más riguroso para poder establecer con mayor precisión el impacto de estas variables sobre el tipo de cambio.

CAPÍTULO III: METODOLOGÍA, RESULTADOS Y ANÁLISIS

En el presente capítulo se describe la fase de recopilación de los datos utilizados en el modelo. Se incluyen las fuentes y las especificaciones correspondientes en algunos casos en particular, haciendo énfasis en el índice del discurso político, construido en función del impacto del discurso gubernamental en el entorno económico de los inversionistas. En este mismo capítulo, se explica el modelo econométrico que se utilizará para analizar los diferentes factores que influyen en la prima del tipo de cambio. Se culmina este apartado con la exposición de los resultados del modelo y la interpretación correspondiente.

III.1 Definición de las Series de Tiempo Utilizadas

Considerando el período de estudio, para la estimación del modelo es necesaria la construcción de una serie de tiempo para los valores de la liquidez monetaria real, del tipo de cambio real oficial, de la brecha entre importaciones totales y liquidaciones de CADIVI, y del diferencial de tasas de interés. Por último, se construirá la serie para la elaboración de un índice que analiza el contenido del

discurso político gubernamental. La selección de la data requirió de distintas fuentes. A continuación se hace referencia a las especificaciones pertinentes para cada una de las variables.

III.1.1 Variable Dependiente

Variación de la Prima del Tipo de Cambio Paralelo (prima): el objetivo principal de esta investigación es el estudio de los determinantes de la prima del tipo de cambio paralelo, definida como la brecha entre el valor del tipo de cambio paralelo y el tipo de cambio oficial en un período, dividido entre el valor del tipo de cambio oficial en ese mismo período¹¹. Para el precio del tipo de cambio paralelo, se descartaron los valores de la permuta cierre de cada mes, y se utilizaron sus valores mensuales promedio, por considerar que éstos explican mejor el comportamiento del tipo de cambio. Los valores de la permuta fueron tomados de las publicaciones diarias del portal de Veneconomía, correspondiente al valor para la venta.

_

¹¹ La prima del tipo de cambio paralelo, definida como la variación porcentual de la misma se calcula de la siguiente manera: (TCP-TCO)/TCO para los datos de un mismo período. TCP se refiere al Tipo de Cambio Paralelo, y TCO al Tipo de Cambio Oficial.

III.1.2 Variables independientes

Liquidez Monetaria Real (liqr_log): la data utilizada para formar esta serie, proviene del Banco Central de Venezuela (BCV). Los valores nominales de la Liquidez Monetaria son ajustados por el deflactor del IPC, obteniendo así los valores en términos reales. La razón por la que usamos estos valores, se debe a que el tipo de cambio paralelo tiende ajustarse más rápido a variables reales que a las nominales, como consecuencia de que la liquidez real refleja los precios reales de la economía mientras que la nominal es influida por las autoridades monetarias. Para efectos de la estimación del modelo se aplicaron logaritmos a los valores originales de la variable, a fin de trabajar con series alrededor de una misma escala.

<u>Tipo de Cambio Real Oficial</u> (tcro_log): para la estimación de la presente serie se utilizó data del BCV, y de la Reserva Federal de Estados Unidos. El tipo de cambio real oficial se calcula multiplicando la tasa de cambio oficial por el Índice de Precios al Consumidor (CPI) de Estados Unidos, y dividiendo esto por el IPC doméstico. Es importante mencionar que ambos índices de precios están expresados sobre el mismo año base, 1984. Igual que en al caso anterior, se aplicaron logaritmos a los valores originales de la variable.

Brecha entre Importaciones Totales y Liquidaciones de CADIVI (bimp): esta serie está representada por la diferencia entre las importaciones totales, calculadas por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), y las cifras correspondientes a las liquidaciones de divisas oficiales, suministradas por el BCV.

<u>Diferencial de Tasas de Interés Ajustado a la Depreciación</u> (dif): Esta variable se compone de la diferencia entre la tasa de interés de Estados Unidos para los depósitos a plazo fijo (90 días), adicionando el componente de depreciación del tipo de cambio paralelo, y la tasa de interés doméstica comparable para los depósitos en bolívares

<u>Índice del Contenido del Discurso Político</u> (ip): en la determinación de la variable que explica el contenido del discurso político se reaplicará de manera similar la metodología utilizada por Brugada (2002) en el estudio antes mencionado. Se harán algunos cambios que serán señalados a medida que se vayan presentando. Cabe acotar que esta variable amerita un mayor énfasis que el resto, pues se refiere a un índice construido por los autores de este trabajo. A continuación se explicarán los pasos y las características de esta variable.

III.2 Metodología Empleada en la Determinación del Índice del Contenido del Discurso Político

III.2.1 Descripción de la data y metodología

Se desarrolló el análisis con una muestra de 47 discursos del actual presidente de la República, Hugo R. Chávez, durante el período mayo de 2003 hasta diciembre 2007. Los 47 discursos fueron dados en "Aló Presidente", un programa televisivo, y transmitido también por radio, conducido por el presidente Chávez. Usualmente, este programa es transmitido los domingos en las tardes, y tiene una duración de 3 horas aproximadamente. Al igual que en el trabajo de Brugada (2002), se asume que el contenido y mensaje principal de los discursos es elaborado anticipadamente, pues tiene como propósito comunicar un mensaje a la mayoría de la población sin distinción socio-económica. Este estudio incluye sólo las palabras dichas por Hugo R. Chávez, e ignora cualquier otro contenido, tal como lenguaje corporal.

El objetivo principal es transformar parte del contenido de esos discursos en una variable cuantitativa apta para ser analizada conjuntamente con el resto de las variables en un modelo econométrico y determinar así si existe una relación entre el contenido de los discursos y le brecha del tipo de cambio paralelo.

III.2.2 Identificando los Tópicos de los Discursos: Metodología para Desarrollar el Diccionario de Variables

En el espíritu de Brugada (2002), se desarrollo un diccionario de 227 palabras (incluyendo extensiones de género, número y tiempo) para transformar los discursos seleccionados del presidente en variables contenidas cuantitativamente (ver Anexo 1). Las palabras incluidas en el diccionario se refieren a conceptos o términos que pueden afectar las expectativas de los agentes participantes en el mercado paralelo.

Las variables son construidas por el método de agregación, es decir, una o más las raíces de la palabra y sus extensiones forman un término. Uno o más términos se pueden agrupar para formar una variable (Figura 2). Para la presente investigación fueron identificadas un total de 7 variables de contenido. Este método de agregación permite agrupar palabras relacionadas en un mismo término, y términos relacionados en una misma variable. En lugar de ser un

proceso de simplificación de los contenidos del discurso, esta agregación permite la integración de los temas o palabras de similar significado o comportamiento en categorías significativas o términos. Lo mismo ocurre con los temas que se agrupan para componer variables.

Para visualizar el modelo de agregación descrito, y entender cómo fue constituida la tabla documentada en el anexo1, observemos el siguiente diagrama:

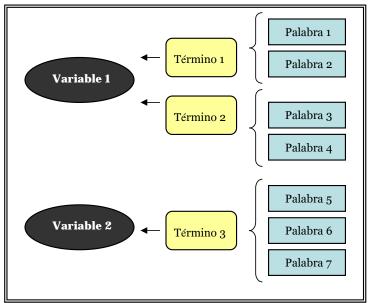


Figura 2: Modelo de Agregación de palabras, términos y variables

Fuente: Brugada (2002) y Weber (1983)

III.2.3 Proceso de Codificación

Se comienza con la identificación y la agregación de las porciones del discurso que son relevantes. Luego, estas porciones se someten a un segundo análisis para medir su contenido a través de la frecuencia; es decir, la frecuencia ayuda a determinar la intensidad de una palabra, término o variable a lo largo del discurso. Dado que la frecuencia por si sola dice muy poco de la intención de una palabra, Brugada (2002) recurre a realizar una análisis conocido como "Key Word in Context" (KWIC).

Para determinar la frecuencia y el KWIC de cada una de las palabras incluidas en el diccionario (ver anexo1) se utilizará el software Concordance 2.0. Este software te permite crear un "pick list" compuesto por las 227 palabras mencionadas. Así, una vez cargado el discurso trascrito y en formato ".txt", el software identifica las palabras preseleccionadas en el "pick list" con la frecuencia con la que ha sido mencionada en el discurso. En este caso, se seleccionaron 20 palabras antes y 20 después para poder codificar entendiendo el contexto en el que fueron mencionadas, y asegurar la objetividad de la codificación del término en función del contexto en el cual se analiza.

Además, tomando en cuenta el tema del estudio, se analizaron los 42 términos y se realizó un sistema de codificación de cómo debe ser mencionada cada variable para tener un tono positivo, negativo o neutro para los agentes económicos que intervienen en el mercado paralelo de divisas (ver Anexo2). Este sistema fue realizado a priori para establecer los lineamientos de cómo se codificar cada una de las palabras del diccionario, y para garantizar la objetividad en el análisis de las variables. Igualmente la creación de un diccionario y la definición de variables a priori aseguran la replicabilidad del estudio.

III.2.4 Análisis de las variables

A continuación se presenta una breve descripción de cada una de las variables que fueron incluidas en el diccionario (ver Anexo 1). En este caso, se hicieron algunas modificaciones pertinentes con respecto al diccionario utilizado por Brugada (2002), debido a diferencias en el tema de las investigaciones. El criterio de selección se basó en el efecto que puede tener cada una de ellas en las expectativas de los agentes. Es decir, fueron tomadas en cuenta aquellas variables que, al ser mencionadas por el presidente en la transmisión de los programas, pueden generar modificaciones en las perspectivas de los participantes en el mercado paralelo de divisas sobre el futuro del país.

- Riesgo Político (RP): Son objeto de este estudio el análisis del componente militar y su presencia en la ejecución de políticas públicas que puedan afectar la estabilidad o intervención del estado en la economía o política. Se consideraron menciones de Fuerzas Armadas, militares y Guardia Nacional, en su contexto de participación en funciones no militares dentro de la burocracia del Estado venezolano. Igualmente se consideró el tema de "Golpe de Estado" como fuente de análisis. La interrupción del gobierno es un factor de inestabilidad que puede afectar significativamente el mercado cambiario y tendería a generar presiones sobre la prima. Con respecto al aumento del componente militar, esto puede causar incertidumbre, alterando las expectativas de los agentes.
- Tendencia Izquierdista (TI): los gobiernos izquierdistas son considerados como una amenaza potencial a la propiedad privada ya que están fundamentados en el control del Estado sobre los bienes de capital y producción con miras a ajustar las desviaciones del mercado. Además, los Gobiernos de izquierda tienen tendencia a experimentar mayores tasas de inflación, lo cual incentivaría también a los ahorristas a posicionarse en otras monedas (Simmons, 1994). Esta variable comprende los

términos: socialismo, comunismo, referencias a Cuba en el contexto socialista, Guerrilla incluyendo a las Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia. El término revolución o proceso revolucionario es igualmente incluido. Revolución es, según la Real Academia Española el cambio violento en las instituciones políticas, económicas o sociales de una nación. Las menciones sobre revolución explícitamente anticipan cambios.

• Trato a la propiedad privada (PP): posiblemente sea una de las variables que afecte de manera más obvia la decisión de los agentes económicos de adquirir divisas. El contenido de ésta se compone de menciones relacionadas con expropiación, confiscación, estatización o nacionalización de propiedades privadas o industrias. A su vez se contabiliza menciones que tengan que ver con políticas intervencionistas e invasiones. Menciones que hagan uso de estos términos pueden generar en los agentes intenciones de vender sus propiedades¹², para evitar riesgos de atropello a la propiedad privada. Por lo general, los capitales que resultan de esas ventas son protegidos con moneda extranjera

-

¹² Empresas, inmuebles, medios de transporte, entre otros.

- Marco Legal (ML): a todo inversionista le interesa conocer las reglas de juego del entorno legal donde desarrolla su actividad económica. Es por esto que cambios en el marco legal pueden causar incertidumbre en los agentes, que a su vez tenderá a generar presiones en la prima. Se incluyen términos como constitución, leyes, reforma constitucional, referéndum, ley habilitante e impuestos que puede afectar significativamente el mercado cambiario y tendería a generar presiones sobre la prima.
- Tópicos que causan inestabilidad general (IG): esta variable incluye términos que, como su nombre lo indica pueden causar inestabilidad económica y política tales como escasez, desabastecimiento y medios de comunicación. Con respecto a la escasez, este fenómeno alerta a los agentes sobre mecanismos que parecen no funcionar correctamente, modificando las expectativas de los mismos. Además, generalmente en períodos caracterizados por escasez se tiende al alza de la inflación, creando incentivos a comprar divisas para proteger el dinero.
- Tópicos y políticas cambiarias y monetarias (TPCM): las políticas cambiarias y monetarias aplicadas en el país afectan directamente a los agentes participantes del mercado paralelo, razón por la cual a través de esta variable se incluyen menciones sobre el control cambiario, el

mercado de permuta, la valoración o sobrevaloración de la moneda, bonos y divisas. Además se consideran a las Reservas Internacionales dado que en repetidas ocasiones el Ejecutivo ha manifestado su intención de disponer de las mismas para fines alternos a su función principal. Estas variables pueden afectar el clima y las condiciones de inversión en el país, presionando la brecha del tipo de cambio.

• Tendencias Anti-liberales (TAL): variable que analiza la tendencia de una posición a favor de la intervención del Estado en la economía. Se toman en cuenta menciones del capitalismo, neoliberalismo, liberalismo, imperialismo, Estados Unidos, George Bush, Yankee. Se incluyen las menciones de algunos organismos como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial considerando la posición del Ejecutivo en contra de los principios de ambos organismos.

Una vez realizada la codificación de cada uno de los discursos que componen la muestra, se obtuvieron series mensuales de valores de las menciones positivas, negativas y neutras para cada variable. Con esta data lista, se hicieron pruebas de las distintas opciones a desarrollar para construir el indicador, para así asegurar la opción más favorable al estudio. En este sentido se graficaron distintas opciones: suma de todas las menciones (positivas, negativas y neutras),

sumatoria de las menciones positivas, de las negativas y de las neutras por separado, menciones negativas, positivas y neutras de cada una de las variables individualmente, entre algunas otras. A estos resultados de les calculó el coeficiente de correlación con respecto a la prima y las líneas de tendencia.

En base a los resultados obtenidos en las distintas pruebas realizadas, se tomó la opción que parecía arrojar la mejor estimación a la brecha del tipo de cambio. Finalmente, el razonamiento escogido fue la sumatoria de las menciones negativas de las variables: riesgo político (RP), tendencia izquierdista (TI) y marco legal (ML). Este indicador muestra en coeficiente de correlación de 0,29, por lo que ambas variables presentan una relación directamente proporcional.

III2.5 Limitaciones del indicador

El proceso de recopilación de las realizaciones de la muestra en estudio fue de fácil acceso a través de la página web del Ministerio del Poder Popular para la Comunicación y la Información. Sin embargo, para los meses febrero, marzo y abril del año 2003 la data no estaba disponible (primeros tres meses después de

implantado el control de cambios). Por esta limitante se tomó la decisión de reducir el período de estudio desde mayo de 2003, en vez de febrero 2003.

Para efectos de la estimación del modelo se requería la data con frecuencia mensual. Por lo que se prosiguió a escoger un discurso por mes. El criterio para dicha escogencia se basó en el mayor número de discursos disponibles en el mismo domingo de cada mes. Este criterio fue utilizado en cada año del período de estudio por separado. En el anexo3 se encuentra la muestra finalmente escogida de programas de Aló Presidente.

Con respecto al indicador como tal, pueden presentarse críticas un problema de subjetividad. La escogencia de las categorías y el criterio de selección de las variables, se fundamentó en el trabajo de Brugada (2002), y se hicieron algunas modificaciones en base a las variables mencionadas en los discursos que puedan modificar las expectativas de los agentes que participan en el mercado de divisas. A su vez, la realización previa del sistema de codificación asegura que el análisis de las menciones esté fundamentado en los criterios ahí expuestos, garantizando la objetividad al respecto.

En el indicador desarrollado, cada mención de cualquier variable tiene la misma equivalencia en la construcción del mismo, dejándose por fuera el nivel de

impacto que pueda tener una mención en los agentes. Pongamos el ejemplo de dos palabras: socialismo y nacionalización. Socialismo es un término que se repite numerosas veces a lo largo de todos los discursos, al contrario de nacionalización, que escasamente es mencionado. Probablemente, cada vez que se mencione en los discursos el término nacionalización, el cambio en las expectativas de los agentes va a ser mayor que si se menciona socialismo.

A pesar de todas las debilidades, el proceso de codificación de los discursos y de agregación de las categorías permite obtener un indicador que puede arrojar una idea del contenido del discurso, y el impacto que éste pueda provocar en el tipo de cambio paralelo, y por ende en el *premium*.

III. 4 Estimación del Modelo Econométrico

Para la estimación empírica se utilizó una muestra de frecuencia mensual, del período comprendido entre mayo de 2003 y diciembre de 2007, etapa que coincide con el control cambiario del presente estudio. En principio, se procedió a realizar, para cada una de las variables sometidas a estudio, las pruebas de raíces unitarias utilizando la prueba Dickey Fuller (DF). Dichas pruebas arrojan el orden de integración para el cual las variables son estacionarias.

Tabla 2: Orden de integración de las variables

Variable	Orden de integración	
prima	[I(1)]	
liqr_log	[I(1)]	
tcro_log	[I(1)]	
bimp	[I(o)]	
irp	[I(o)]	
dif	[I(o)]	

Fuente: cálculos propios

Las variables prima, liqr_log y tcro_log son integradas de orden 1, lo que implica que en niveles presentan raíz unitaria y que las primeras diferencias de dichas variables son estacionarias. Mientras que bimp, ip y dif son estacionarias en nivel, es decir, son integradas de orden cero (ver Tabla 2).

Dado que las variables presentaron distintos órdenes de integración, se descartó la idea de correr un VEC, y se procedió a la estimación empírica de un VAR, con las primeras diferencias de las variables integradas de orden 1 y los niveles de las variables estacionarias.

Se construyó un modelo de Vectores Autoregresivos (VAR), que consiste en un sistema de ecuaciones no simultáneo que considera todas las interacciones dinámicas posibles dentro del modelo. En este tipo de modelo las variables

endógenas se hacen depender del pasado de ellas mismas, del pasado de otras variables endógenas y del presente o pasado de una serie de variables exógenas.

El modelo VAR estimado puede representarse como

Ecuación 1

Prima = c f (d (tcro_log) d (liqr_log) bimp rp dif

La variable dif no resultó significativa en ninguna especificación; es decir, no estaba aportando información alguna a la estimación, por lo que se excluyó de la estimación del modelo. En el Anexo2 se presentan las ecuaciones del VAR con la variable dif. Dado que esta opción no resultó, se realizó una segunda estimación VAR, definida por las mismas series de la Ecuación 1 exceptuando la dif:

Ecuación 2 Prima = c f (d (tcro_log) d (liqr_log) bimp rp

Un posible problema con el modelo VAR, es que se disponen relativamente de pocas observaciones (56 en total). Sabiendo que la inclusión de valores rezagados en las ecuaciones implica la pérdida de grados de libertad, se utilizó *el criterio de Schwarz* para determinar el número óptimo de rezagos del modelo. A pesar de que el criterio de *Schwarz SC*, para definir la estructura de rezagos, apuntó a favor de 1 rezago, se aumentó progresivamente el número de rezagos

hasta lograr una especificación libre de problemas de autocorrelación en los residuos.

La Ecuación 2 resulta en las siguientes regresiones:

Tabla 3: Ecuación 2. VAR

	D(TCRO_LOG)	D(LIQR_LOG)	IP	BIMP	PRIMA
	-0.109817	-0.216887	1.370.232	-9.468.627	-2.539.907
D(TCRO_LOG(-1))	(0.17835)	(0.20925)	-740.483	(5619.72)	-153.509
	[-0.61573]	[-1.03652]	[0.18505]	[-0.16849]	[-1.65457]
	0.002584	-0.145539	-5.770.597	-1.872.115	-3.202.829
D(TCRO_LOG(-2))	(0.17301)	(0.20298)	-718.300	(5451.36)	-148.910
	[0.01494]	[-0.71702]	[-0.80337]	[-0.34342]	[-2.15085]
	-0.192997	-0.083806	1.056.481	4.710.874	-0.118574
D(TCRO_LOG(-3))	(0.16927)	(0.19859)	-702.787	(5333.63)	-145.694
	[-1.14015]	[-0.42200]	[1.50327]	[0.88324]	[-0.08139]
	-0.093040	-0.285209	4.632.289	-2.735.691	-1.677.704
D(TCRO_LOG(-4))	(0.15345)	(0.18003)	-637.093	(4835.07)	-132.075
	[-0.60632]	[-1.58423]	[0.72710]	[-0.56580]	[-1.27026]
	-0.278696	0.113487	-4.246.232	-2.839.538	3.204.795
D(LIQR_LOG(-1))	(0.15584)	(0.18283)	-646.999	(4910.24)	-134.129
	[-1.78839]	[0.62073]	[-0.65630]	[-0.57829]	[2.38934]
	-0.216115	-0.486406	8.014.630	3.716.253	3.494.131
$D(LIQR_LOG(-2))$	(0.16629)	(0.19509)	-690.401	(5239.63)	-143.126
	[-1.29963]	[-2.49319]	[1.16087]	[0.70926]	[2.44129]
	0.294014	-0.291532	-7.960.829	-10588.21	-0.033515
D(LIQR_LOG(-3))	(0.17517)	(0.20551)	-727.273	(5519.46)	-150.770
	[1.67844]	[-1.41856]	[-1.09461]	[-1.91834]	[-0.02223]
	-0.034764	0.099732	-1.299.102	8.024.425	0.461670
D(LIQR_LOG(-4))	(0.20186)	(0.23683)	-838.102	(6360.57)	-173.746
	[-0.17222]	[0.42111]	[-1.55005]	[1.26159]	[0.26572]
	-4.60E-05	-1.60E-05	0.461632	-0.264069	0.000732
IP(-1)	(5.0E-05)	(5.9E-05)	(0.20742)	-157.417	(0.00043)
	[-0.92025]	[-0.27261]	[2.22558]	[-0.16775]	[1.70299]
	-6.33E-05	3.01E-05	-0.051558	3.708.765	-5.09E-06
IP(-2)	(5.5E-05)	(6.5E-05)	(0.22936)	-174.065	(0.00048)
	[-1.14511]	[0.46511]	[-0.22479]	[2.13067]	[-0.01071]
IP(-3)	6.52E-05	3.04E-05	-0.498338	-1.051.577	-0.000552

	(6.1E-05)	(7.2E-05)	(0.25417)	-192.896	(0.00053)
	[1.06446]	[0.42304]	[-1.96065]	[-0.54515]	[-1.04806]
	-0.000125	-3.99E-05	0.054051	-2.331.032	3.92E-05
IP(-4)	(5.9E-05)	(6.9E-05)	(0.24328)	-184.632	(0.00050)
	[-2.13949]	[-0.58034]	[0.22218]	[-1.26253]	[0.07763]
	-1.26E-06	1.72E-06	-0.031777	0.470683	3.24E-05
BIMP(-1)	(7.0E-06)	(8.2E-06)	(0.02889)	(0.21922)	(6.oE-o5)
	[-0.18129]	[0.21059]	[-1.10012]	[2.14711]	[0.54119]
	1.01E-05	-9.40E-07	0.001606	-0.000717	-7.90E-06
BIMP (-2)	(6.5E-06)	(7.7E-06)	(0.02711)	(0.20576)	(5.6E-05)
	[1.55163]	[-0.12274]	[0.05924]	[-0.00349]	[-0.14051]
	-1.31E-05	-4.01E-06	0.037276	0.311727	0.000146
BIMP (-3)	(6.7E-06)	(7.9E-06)	(0.02791)	(0.21180)	(5.8E-05)
	[-1.95501]	[-0.50910]	[1.33570]	[1.47181]	[2.52806]
	-9.80E-06	-4.38E-06	-0.011803	-0.022071	5.36E-05
BIMP (-4)	(6.9E-06)	(8.1E-06)	(0.02881)	(0.21861)	(6.oE-o5)
	[-1.41200]	[-0.53817]	[-0.40976]	[-0.10096]	[0.89756]
	0.013172	0.048354	-1.280.694	6.428.805	0.293855
PRIMA(-1)	(0.02799)	(0.03284)	-116.210	-881.946	(0.24091)
	[0.47060]	[1.47248]	[-1.10205]	[0.72893]	[1.21975]
	0.019087	-0.030467	2.620.709	-9.160.090	0.253054
PRIMA(-2)	(0.03476)	(0.04079)	-144.333	(1095.38)	(0.29922)
	[0.54904]	[-0.74700]	[1.81574]	[-0.83625]	[0.84573]
	-0.028433	-0.086801	1.620.534	-1.431.349	0.500831
PRIMA(-3)	(0.03479)	(0.04082)	-144.456	(1096.31)	(0.29947)
	[-0.81718]	[-2.12641]	[1.12182]	[-0.13056]	[1.67239]
	-0.003416	0.047706	-2.859.681	9.987.546	0.157828
PRIMA(-4)	(0.03491)	(0.04095)	-144.922	(1099.85)	(0.30044)
	[-0.09785]	[1.16492]	[-1.97325]	[0.09081]	[0.52533]
	0.012078	0.025107	7.483.210	2.540.176	-0.234042
C	(0.01065)	(0.01249)	-442.062	-335.492	(0.09164)
	[1.13433]	[2.00987]	[1.69280]	[0.75715]	[-2.55384]
R-squared	0.527430	0.508609	0.481230	0.634668	0.961469
Adj. R-squared	0.212383	0.181015	0.135383	0.391113	0.935781
F-statistic	1.674.132	1.552.558	1.391.455	2.605.852	3.742.933
Log likelihood	1.653.165	1.571.692	-2.595.796	-3.629.431	5.553.486

Fuente: cálculos propios

Como se mencionó anteriormente, la adición de las variables rezagadas corrige la existencia de problemas de autocorrelación. A continuación se presenta la Prueba LM, en la cual se evidencia la ausencia de autocorrelación:

Tabla 4: Prueba LM Autocorrelación

Lags	LM-Stat	Prob
1	3.217.883	0.1529
2	2.723.819	0.3441
3	2.479.008	0.4742
4	2.788.710	0.3131
5	2.094.972	0.6954
6	1.588.175	0.9183
7	2.527.327	0.4471
8	1.963.590	0.7657
9	1.968.929	0.7629
10	2.571.490	0.4229
11	3.516.300	0.0853
12	3.187.954	0.1615

Fuente: cálculos propios

Posteriormente, se corrió la prueba de causalidad de *Granger*, con el fin de determinar las relaciones de precedencia de las variables explicativas sobre la prima. Resultó que ninguna variable estaba precedida por la el *premium*. Dicha prueba, determinó exogeneidad de las variables bimp e ip. Sin embargo la prueba de *Granger* resulta una condición necesaria más no suficiente para definir exógenas a las variables. Por lo tanto se sometieron ambas variables a una prueba de exogeneidad débil, la cual no cumplieron. En el Anexo 5 se

podrán encontrar los resultados arrojados por la prueba de causalidad de *Granger*.

En la estimación del VAR puede observarse que todas las variables explicativas parecen tener incidencia sobre la prima. Sin embargo, dado que la mayoría de las variables independientes resultaron no estar precedidas por la prima, para efectos del presente estudio la estimación de un modelo uniecuacional va a permitir mayor flexibilidad en la estimación, así como obtener una ecuación parsimoniosa y de fácil interpretación. Además, un modelo uniecuacional permite introducir desde el principio de la estimación las variables dummies. Para efectos de este estudio resultaba importante analizar el impacto de las intervenciones en el mercado a través de operaciones con bonos convertibles en divisas, lo cual se capturó con variables dummies que toman valor 1 en el momento del anuncio de la operación. Las intervenciones fueron:

Tabla 5: Emisiones de Bonos en Moneda Nacional, Convertibles a Dólares

	Emisión	Fecha de convocatoria
dummysuri	Bono del Sur 1	nov-06
dummysurii	Bono del Sur 2	feb-07
dummypdvsa	Bono de PDVSA	abr-07
dummysuriii	Bono del Sur 3	ago-o7
dummyveni	Bonos Venezolano 1 y Venezolano 2	nov-07

Fuente: cálculos propios

Para la especificación de la relación uniecuacional, la prima del tipo de cambio paralelo será explicada, al igual que en la estimación del VAR, por todas las variables descritas anteriormente, y sus respectivos valores rezagados. Se introdujeron cuatro rezagos al igual que en la estimación del VAR, por ser ese el número óptimo de rezagos en los que resulta normalidad en los residuos y no autocorrelación.

A partir de la estimación inicial, el objetivo es encontrar una especificación parsimoniosa por medio de la exclusión progresiva de las variables en función de su nivel de significación. Se fueron excluyendo una a una las variables que resultaron menos significativas. Este procedimiento finalizó en la estimación de una ecuación parsimoniosa, especificada de la siguiente forma:

prima c prima (-2 to -3) ip (-1) bimp (-3) dliqr_log (-1 to -2) dtcro_log (-1 to -2) dtcro_log (-4) dummypdvsa dummysuriii dum107

Tabla 6: Ecuación Parsimoniosa

Variable	Coeficiente	Error Est.	Estadístico-t	Probabilidad
С	-0,229449	0,033764	-6,795568	0
PRIMA(-2)	0,528683	0,163448	3,234561	0,0025
PRIMA(-3)	0,655811	0,182857	3,586475	0,0009
IP(-1)	0,000807	0,000285	2,835215	0,0073
BIMP(-3)	0,000194	3,08E-05	6,28654	0
DLIQR_LOG(-1)	2,749546	0,857864	3,205107	0,0027
DLIQR_LOG(-2)	2,273298	1,136362	2,000506	0,0526
DTCRO_LOG(-1)	-3,88308	1,086858	-3,572759	0,001
DTCRO_LOG(-2)	-3,717113	0,900254	-4,128962	0,0002
DTCRO_LOG(-4)	-2,108574	0,934291	-2,256871	0,0298
DUMMYPDVSA	-0,283893	0,051433	-5,519611	0
DUMMYSURIII	0,221139	0,033705	6,561009	0
DUM107	0,262218	0,063488	4,130204	0,0002
R-squared	0,96923			•
Adjusted R-squared	0,959513			
Durbin-Watson stat	1,409588			
F-statistic	99,74619			
Prob(F-statistic)	0			

Fuente: cálculos propios.

Como puede observarse, los coeficientes que acompañan a las variables explicativas coinciden con la teoría económica que respalda la construcción del modelo econométrico de esta investigación. Asimismo, el modelo cumple con las pruebas de significación individual y conjunta de los coeficientes, bondad de ajuste y multicolinealidad.

Las hipótesis de significancia individual se contrastan con un nivel de aceptación de α = 0.05. La totalidad de las variables rechaza la hipótesis nula. Por tanto, los coeficientes de las variables explicativas tomados individualmente son significativos a la hora de explicar la variable dependiente.

Para la significación conjunta, se observa la probabilidad del estadístico F, con el nivel de α = 0.05 escogido. Al resultar la probabilidad del mismo menor a límite seleccionado, los coeficientes de las variables explicativas tomados conjuntamente son significativos a la hora de explicar la variable dependiente.

Por último, no existen relaciones lineales entre las variables explicativas ya que al superar las pruebas anteriores de significación individual y conjunta; podemos asegurar que no existe multicolinealidad.

Ahora se procede a evaluar la autocorrelación, CUSUM SQ, y normalidad de residuos. Para detectar si existe autocorrelación se observa el correlograma de los residuos, a partir de cual se sospecha que no existe autocorrelación de ningún orden.

Tabla 7: Correlograma de autocorrelación

Autocorrelación	Autocorrelación Parcial		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. *.	. *.	1	0.081	0.081	0.3544	0.552
. **	. **	2	0.212	0.206	28.255	0.243
.* .	.* .	3	-0.062	-0.097	30.392	0.386
.* .	.* .	4	-0.125	-0.167	39.422	0.414
.* .	. .	5	-0.058	-0.004	41.406	0.529
. *.	. *.	6	0.082	0.161	45.456	0.603
. .	. .	7	0.060	0.044	47.679	0.688
. .	.* .	8	-0.048	-0.159	49.107	0.767
. *.	. *.	9	0.102	0.102	55.814	0.781
.* .	. .	10	-0.093	-0.011	61.468	0.803
. *.	. *.	11	0.142	0.133	75.019	0.757
.* .	** .	12	-0.142	-0.197	89.084	0.711
.* .	** .	13	-0.133	-0.213	10.165	0.680
** .	.* .	14	-0.228	-0.119	13.956	0.453
.* .	. .	15	-0.137	0.000	15.361	0.426
.* .	.* .	16	-0.173	-0.156	17.685	0.343
. *.	. *.	17	0.149	0.122	19.438	0.304
. .	. .	18	-0.015	-0.055	19.458	0.364
.* .	.* .	19	-0.068	-0.119	19.845	0.404
. .	. .	20	-0.014	-0.028	19.861	0.467
.* .	. *.	21	-0.066	0.103	20.253	0.505
.* .	.* .	22	-0.112	-0.152	21.432	0.494
. .	. .	23	-0.013	-0.049	21.449	0.554
. .	. .	24	-0.051	-0.050	21.709	0.597

Fuente: cálculos propios

Con el fin corroborar los resultados arrojado por el correlograma antes presentado se realiza el *Prueba de Correlación Serial* con la inclusión de dos rezagos.

Tabla 8: Prueba autocorrelación LM

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	2.447.309 Prob. F(2,36) 0.100799			
Obs*R-squared 6.104.116 Prob. Chi-Square(2) 0.047262				

Fuente: cálculos propios.

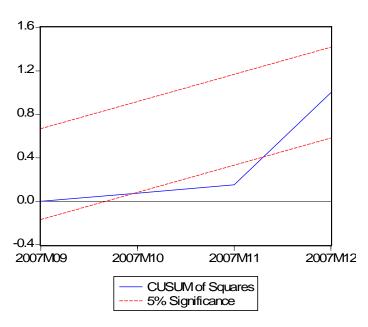
Las probabilidades de los estadísticos pasan la prueba de autocorrelación serial, con un nivel de significancia del 0,05.

Ahora se pasa a especificar la estabilidad del modelo. Para ello se realiza la prueba CUSUM.

Especificación 1

prima c prima (-2 to -3) ip (-1) bimp (-3) dliqr_log (-1 to -2) dtcro_log (-1 to -2) dtcro_log (-4) dummypdvsa dummysuriii

Gráfico 8: CUSUM. Especificación 1



Fuente: cálculos propios

En el gráfico anterior se evidencia la existencia de un choque estructural que comienza en el mes de octubre del año 2007 y finaliza en diciembre del mismo año, aproximadamente. Para resolver este fenómeno se introducen eventos exógenos que pudieron afectar desde afuera la estabilidad del modelo, por medio de variables DUMMY. Dichas dummies incluyen una serie de eventualidades que pueden afectar, como por ejemplo la nacionalización de las empresas CANTV Y Electricidad de Caracas. Con ello se logró controlar la existencia de un choque estructural.

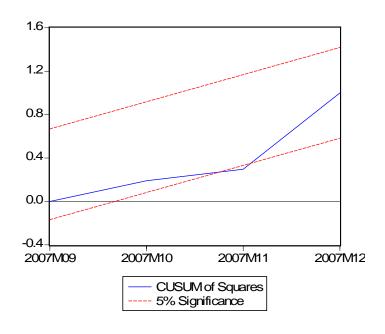
Después de reiteradas pruebas, se concluye que la variable DUMMY que mejor corrige el choque estructural es (dum107). La nueva ecuación arrojó los siguientes resultados.

Especificación 2

prima c prima (-2 to -3) ip (-1) bimp (-3) dliqr_log (-1 to -2)

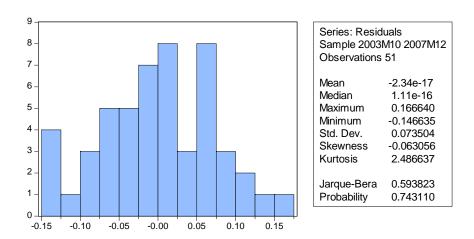
dtcro_log (-1 to -2) dtcro_log (-4) dummypdvsa dummysuriii dum107

Gráfico 9: CUSUM. Especificación 2



Fuentes: cálculos propios

Para comprobar si los residuos se distribuyen como una distribución normal se toma en consideración la probabilidad de Jarque-Bera (JB).



La probabilidad del estadístico JB es 0.743110 < 0.75, por lo tanto los residuos del modelo no se distribuyen normalmente.

Para finalizar este capítulo, se presenta un análisis de los resultados obtenidos, para determinar cómo influye en el *premium* cada una de las variables independientes. Los resultados esperados de la ecuación parsimoniosa, coinciden con los resultados del modelo, reflejando las relaciones esperadas entre la variable dependiente y las variables independientes. Por lo tanto, la prima del tipo de cambio en este estudio está positivamente explicada por

rezagos de sí misma, por el indicador del discurso político, por la diferencia entre importaciones y liquidaciones de divisas, y por la liquidez monetaria real, y negativamente por el tipo de cambio real oficial.

La brecha entre importaciones y liquidaciones de CADIVI obtuvo el valor de la probabilidad del estadístico t más bajo que se puede conseguir. La relación positiva que resultó entre dicha variable y la prima del tipo de cambio, tiene una importante implicación. Es de esperarse, tal como se mencionó a lo largo de la investigación, que a medida que las importaciones totales no sean satisfechas por las liquidaciones oficiales de CADIVI, esa diferencia será cubierta mediante divisas obtenidas en el mercado paralelo. Observando el entorno del mercado venezolano, precisamente eso es lo que ha venido ocurriendo. Por lo tanto, en la medida en que la brecha en cuestión aumente, el precio del paralelo se comportará de la misma manera pero con un rezago de tres meses, aproximadamente.

Era de suponerse, y la evidencia empírica lo fundamenta, que hay una relación de significancia positiva entre la prima del tipo de cambio paralelo y la liquidez monetaria real. Los resultados econométricos nos indican que expansiones en la liquidez, ceteris paribus, se traducen en aumentos en la permuta, con aproximadamente uno o dos períodos de retraso.

Con respecto al indicador de contenido del discurso político, su relación positiva con la prima del tipo de cambio es un resultado satisfactorio para la presente investigación, ya que esta premisa representó la motivación central del estudio. Resulta racional pensar que a medida que aumenten las menciones negativas del discurso gubernamental, éstas se trasladen al precio de la permuta por medio de las expectativas de los agentes. Sin embargo, a efectos empíricos, los resultados arrojados por el modelo no muestran un gran impacto de la variable en la prima, pero sí revelan una relación de significancia.

Por último, un indicador que sin duda alguna afecta inversamente a la prima, corroborando a la teoría económica, es el tipo de cambio real oficial. En este caso con uno, tres o hasta cuatro meses de rezagos. Esta variable cuenta con numerosos trabajos teóricos que justifican su comportamiento. Por tanto, no es pertinente extenderse tratando de establecer o justificar la relación contraria que mantiene con la variable sometida a esta investigación.

Con respecto a las variables cualitativas que se incluyeron, la estimación arroja un resultado interesante. La única emisión de títulos valores, convertibles a moneda extranjera, que logró tener un impacto negativo en la prima fue "dummypdvsa", convocada en abril del 2007. Vale destacar que esta emisión fue la de mayor magnitud, casi 4 veces más grande que la que la precede en tamaño.

Con respecto al resto de las variables dummies, ninguna resultó ser efectiva para reducir la prima según los resultados obtenidos

CONCLUSIONES

Según la literatura utilizada como referencia para el desarrollo esta investigación, se ha comprobado que la implantación de un régimen de tipo de cambio hace que se origine naturalmente un mercado paralelo, donde se transan divisas por fuera del mercado oficial a un precio diferente al establecido. Por tanto, se convierte en tarea imposible para cualquier marco regulatorio evitar la formación de la prima que se forma entre el mercado oficial y el paralelo. Otra evidencia empírica, es que el precio al que cotizan las divisas en el mercado paralelo siempre será superior al decretado por el régimen de control cambiario. Esto se debe a que dicho mercado se rige bajo la ley de oferta y demanda, presentando generalmente un exceso de demanda.

Para el caso venezolano, este mercado existe y es una realidad encontrada que se puede justificar por varias vías. La existencia de una brecha entre las importaciones totales y las divisas que suministra el organismo oficial, confirma que hay una porción del mercado que se ve obligada a adquirir divisas a la cotización del paralelo. Además, se caracteriza por ser un mercado poco profundo, de poca transparencia y que posee, como cualquier mercado paralelo, asimetría de información generando incertidumbre en los agentes.

Al inicio de esta investigación se caracterizaron una seria de factores que, respaldados en una fundamentación teórica, influyen sobre la prima del tipo de cambio paralelo. En un principio se pensaba que las expectativas racionales de los agentes, incluidas en el modelo a través del indicador de contenido del discurso político, eran el principal determinante de las fluctuaciones del tipo de cambio paralelo. Adicionalmente, se esperaba que el precio del paralelo también reaccionara ante la poca fluidez de divisas en el mercado, reflejadas en la brecha entre importaciones y liquidaciones.

Sin embargo la evidencia obtenida fue otra. Efectivamente, los resultados que arrojó la estimación del modelo comprueban que todas las variables definidas como explicativas, determinan o influyen la prima del mercado paralelo en el entorno del mercado venezolano. Sin embargo la incidencia de cada una ellas puede variar. El contenido del discurso y la brecha de las importaciones, resultaron las variables con menor impacto, mientras que la liquidez monetaria real y el tipo de cambio real mantienen una elasticidad bastante sensible con respecto a la prima.

BIBLIOGRAFÍA

- Damodar, Gujarati. "Econometría". McGraw Hill, 2005 (México).
- Dornbusch, Rudiger. "Exchange rates and inflation". First MIT Press paperback edition, 1991.
- Dornbush, Rudiger; Dantas, Daniel; Pechman, Clarence; De Rezende Rocha,
 Roberto; y Simoes, Demetrio. "The Black Market For Dollars In Brazil". The
 Quarterly Journal of Economics, 1983.
- Douglas, Seymour; y Fardmanesh, Mohsen. "Foreign Exchange Controls,
 Fiscal and Monetary Policy, and the Black Market Premium". Yale
 University Economic Growth Center Discussion, Paper No. 876, 2003.
- Durán, Juan José. "Mercado de Divisas y Riesgo Cambiario". Ediciones
 Pirámide, 1997 (Madrid).
- Edwards, D. Clark. "Predicting Presidential Decision Making from Presidential Language and Mass Media Reportage" Presidential Studies Quarterly, 1995.
- Edwards, Sebastian. "Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment:
 Exchange Rate Policy in the Developing Countries". Cambridge,
 Massachusetts: MIT Press, 1989.

- Enders, Walter. "Applied Econometric Time Series". John Wiley & Sons, Inc.
- Fishelson, Gideon. "The Black Market for Foreing Exchange". Elsevier
 Science Publishers B.V., 1998 (North-Holland).
- Guerra, José; y Pineda, Julio. "Trayectoria de la Política Cambiaria en Venezuela". Estudios del Banco Central de Venezuela, 2000 (Venezuela).
- Herrera, Santiago. "Eficiencia y Determinantes del funcionamiento del mercado paralelo de divisas en Colombia". Revista ESPE, 1990.
- Kamin, Steven B. "Devaluation, Exchange Controls, and Black Market For Foreing Exchange In Developing Countries". Journal of Development Economics, Vol. 40, 1993.
- Kharas, Homi; y Pinto, Brian. "Exchange Rate Rules, Black Market Premia
 And Fiscal Deficits: The Bolivian Hyperinflation". The Review of Economic
 Studies, 1989.
- Krugman, Paul. "Economía Internacional. Teoría y Política". McGraw Hill,
 1999 (Madrid).
- Larsen, Henrik. "Foreigh policy and discourse analysis". Routledge. 1997
- Phylaktis, Kate. "The Black Market For Dollars In Chile". Journal of Development, 1991.
- Salcedo, Oscar. "Vector Autoregression Análisis of the black market Exchange Premium in Venezuela". Universidad de Colorado, 1997.

- Simmons, Beth. "Who Adjust" Domestic sources of foreing economic policy during the Smith, Martin J
- Quintana, Natasha; y Vizcaino, Daniela. "Efectos de los controles de capitales en la volatilidad del tipo de cambio y en la vulnerabilidad externa. Caso: Venezuela 1970 2006". Universidad Católica Andrés Bello. 2007 (Caracas).
- Rodners, James. *"Elementos de Finanzas Internacionales"*. Editorial Arte. 1997 (Caracas).
- http://www.bcv.org.ve/
- http://www.cadivi.gov.ve/
- http://dolarparalelo.blogspot.com/
- http://www.el-nacional.com/www/site/
- http://www.eluniversal.com/index.shtml
- http://www.mf.gov.ve/
- http://www.minci.gob.ve/
- http://www.veneconomia.com/site/

ANEXO A

Diccionario de Variables

El siguiente diccionario contiene todas las palabras raíces y sus extensiones (género, tiempo, número) seleccionadas para llevar a cabo el análisis e identificar los términos elegidos para conformar las 7 variables elegidas para el estudio. El régimen de codificación utilizado para cada uno de estos términos se encuentra bien explicado en el Anexo B. Existen importantes consideraciones que deben tenerse en cuenta a la hora de manejar este diccionario:

- 1. Los términos en paréntesis indican que la raíz de la palabra y sus extensiones son sólo analizadas cuando ellas dos estén juntas. Esto sirve para evitar confusiones con palabras que podrían ser usadas para dos términos diferentes y, por ende, para dos variables. (Ej.: Inversión es diferente en el caso de inversión doméstica a inversión internacional).
- Los homónimos o palabras idénticas con significados distintos en contexto fueron eliminadas y no fueron consideradas en el análisis. Este

criterio aplicado para cualquier caso de homónimos (Ej.: Caracas, la capital de Venezuela Vs. debes tener el capital para invertir en este proyecto)

3. Los casos en los que la palabra es usada correctamente pero denota un título (presentaciones de protocolo) fueron eliminadas y no fueron consideradas en el análisis (Ej.: para la palabra Banco Central de Venezuela, casos como "El honorable Presidente del Banco Central" fueron eliminadas).

Tabla A.1: Diccionario de Variables

Variables	Términos	Palabras
		Golpe de estado
	Golpe de estado	Golpista
		Golpistas
Diagga Dalitica		Fuerza Armada
Riesgo Político		Fuerzas Armadas
	Fuerzas Armadas	Militar
		Militares
		Guardia Nacional
		Izquierda
		Izquierdista
		Comunismo
		Comunismos
		Comunista
		Comunistas
		Socialismo
		Socialismos
		Socialista
	Tendencia izquierdista	Socialistas
		Patria, Socialismo o Muerte
		Marxismo
		Marxista
		Marxistas
		Carlos Marx
		Leninismo
Tendencia Izquierdista		Leninista
		Leninistas
		Vladimir Lenin
		Guerrilla
		Guerrillas
	Guerrilla	Guerrillera
	Guerrina	Guerrilleras
		Guerrillero
		Guerrilleros
	Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia	Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia
	revolucionarias de Colombia	FARC
	Cuba	Cuba
		Proceso (Revolucionario)
	Proceso Revolucionario	Revolución
		Revoluciones

Variables	Términos	Palabras
		Oligarca
	Oligarquía	Oligarcas
	Oligarquia	Oligarquía
		Oligarquías
	Propiedad Privada	Propiedad Privada
		Latifundio
	Latifundio	Latifundista
		Latifundistas
		Expropiación
		Expropiaciones
		Expropiado
		Expropiando
	,	Expropiar
	Expropiación	Expropiarán
		Expropiarás
		Expropiará
		Expropiaré
		Expropiaremos
•		Confiscación
	Confiscación	Confiscaciones
Trato a la propiedad		Confiscado
Privada		Confiscando
		Confiscar
		Confiscarán
		Confiscarás
		Confiscaré
		Confiscaremos
		Nacionalización
		Nacionalizaciones
		Nacionalizado
		Nacionalizando
		Nacionalizar
	Nacionalización	Nacionalizarán
		Nacionalizarás
		Nacionalizará
		Nacionalizaremos
		Nacionalizaré
•		Estatización
	Estatización	Estatizaciones
		Estatizaciones

Variables	Términos	Palabras
		Estatización
		Estatizaciones
		Estatización
		Estatizado
		Estatizando
	Estatización	Estatizar
		Estatizarán
		Estatizarás
		Estatizará
		Estatizaré
		Estatizaremos
	Políticas Intervencionistas	Intervención
	Politicas Intervencionistas	Intervencionista
		Invadido
		Invasión
	Invasión	Invasiones
		Invasor
		Invasores
		Constitución
	Constitución	Constituciones
	Constitution	Constituyente
		Constituyentes
		Reforma Constitucional
	Reforma Constitucional	Reforma de la constitución
		Reelección presidencial
		Reelección continua
Marco Legal	Referéndum Revocatorio	Referéndum Revocatorio
J		Legisla
		Legislar
		Legislarán
		Legislarás
	Leyes	Legislaremos
		Legislas
		Legislo
		Ley
		Leyes

Variables	Términos	Palabras
	Ley Habilitante	Ley Habilitante
		Impuesto
		Impuestos
		ISLR
		Impuesto sobre la Renta
		ITF
		Impuesto a las Transacciones Financieras
	Impuestos	IVA
		Impuesto al Valor Agregado
		Impuesto a la riqueza
		Tributación
		Tributario
		Tributo
		Tributos
	Separación de poderes	Separación (de poderes)
		Escaseando
		Escasear
		Escasez
		Escaso
		Abastecer
		Abastecido
		Abastecidos
		Abastecimiento
TT (Едоодол	Desabastecido
Tópicos que Causan Inestabilidad General	Escasez	Desabastecimiento
mestabilidad General		Acaparada
		Acaparado
		Acaparamiento
		Acaparan
		Acaparar
		Acaparamientos
		Acaparador
		Acaparadores
	Medios de comunicación	Medios de Comunicación

Variables	Términos	Palabras
		Canales de televisión privados
		Radio Caracas Televisión
		RCTV
		Venevisión
		Venezolana de Televisión
		VTV
		Televen
		TVES
		Globovisión
		El Nacional
		El Universal
		Control Cambiario
		Controles cambiarios
		Control de Cambio
	Control de Cambio	Control de cambios
	Control de Cambio	Controles de cambio
		CADIVI
		Comisión de Administración de Divisas
		Bono
	Bonos	Bonos
		Emisión
		Emisiones
Tópicos y Políticas		Devaluación
Cambiarias y Monetarias	Devaluación de la moneda	Devaluando
	Devaluación de la moneda	Devaluar
		Devaluaremos
	Sobrevaluación de la	Sobrevaluación
	moneda	Sobrevaluar
		Divisa
	Divisas	Divisas
	Divisas	Dólar
		Dólares
		Mercado de Permuta
	Manada J. D	Mercado Negro
	Mercado de Permuta	Mercado Paralelo
		Dólar Permuta

Variables	Términos	Palabras
		Dólar Negro
		Dólar Paralelo
	Reservas Internacionales	Reservas Internacionales
		Liberal
		Liberales
	Liberalismo	Liberalismo
		Liberalista
		Liberalistas
		Capitalismo
	Capitalismo	Capitalista
		Capitalistas
		Neoliberal
		Neoliberales
	Neoliberalismo	Neoliberalismo
		Neoliberalista
		Neoliberalistas
		Imperialismo
	Imperialismo	Imperialista
		Imperialistas
Tendencias Anti-liberales		Imperio
Tendencias And-inberales	George Bush	George Bush
		Estados Unidos
		EEUU
		USA
	Estados Unidos	Norteamérica
	Estados Cilidos	Norteamericana
		Norteamericanas
		Norteamericano
		Norteamericanos
	Yanqui	Yanqui
	ranqui	Yanquis
		FMI
	FMI	Fondo Monetario Internacional
		Fondo monetarista
<u> </u>	Banco Mundial	Banco Mundial
	Privatización	Privatización

Variables	Términos	Palabras
		Privatizaciones
		Privatizado
		Privatizando
		Privatizar
		Privatizarán
		Privatizarás
		Privatizará
		Privatizaremos
		Privatizaré

ANEXO B

Sistema de Codificación

El siguiente sistema de codificación permite la codificación sistemática de los términos asociados o que se sabe influyen sobre las variables identificadas. Las 7 variables escogidas están conformadas por términos compuestos por una o más raíces de palabras que tienen variedades de extensiones (género, número, tiempo). La composición de los términos está desarrollada en el Anexo A.

Cada término fue clasificado por su connotación: positiva, negativa o neutral. La racionalidad aplicada para cada caso, el fundamento para la codificación, está basada en lectura y comunicaciones personales; ambas están ampliamente desarrolladas a lo largo de los capítulos I y II.

Como se explicó en la sección de metodología, utilizando Concordance 2.0, se seleccionaron las 20 palabras precedentes y las 20 palabras posteriores del diccionario. Este procedimiento ayudó a identificar el tono o connotación de la palabra en el contexto. Una mención de un término es considerada neutral

cuando no se refiere a políticas específicas o a posiciones gubernamentales. Por ejemplo: "... ¿Por qué tenemos filósofos? ¿Para qué es el petróleo? ¿Para qué es el oro? ¿Para qué tenemos hangares?" En este caso, la palabra petróleo es mencionada pero no se puede definir ninguna política o intención detrás de dicha referencia, por lo tanto se codifica como neutral.

Tabla B.1: Sistema de Codificación

VADIADIEC	TÉDMINOS	CODIFICACIÓN		
VARIABLES	TÉRMINOS	POSITIVO	NEGATIVO	
		Menciones cuya intención sea expresar que no existe riesgo de un golpe de estado	El recuerdo y la justificación de golpes como el que realizó en 1992	
	Golpe de Estado		En lo referente a menciones sobre el acontecimiento ocurrido en abril del 2003 ("Golpe de Estado Petrolero", "Golpe de Estado de la oligarquía", entre otras), se tomarán como negativas cuando utilice dicho suceso como justificación de futuras acciones agresivas	
Riesgo Político	George Bush	Menciones que pongan en evidencia una relación diplomática positiva con el actual presidente de los Estados Unidos	Menciones directas agresivas y ofensivas hacia el actual presidente de los Estados Unidos que pongan en riesgo las relaciones diplomáticas con dicho país	
	Estados Unidos	Políticas o menciones que promuevan el intercambio comercial con EEUU.	Políticas o menciones agresivas y descalificadoras en contra de EEUU que pongan en evidencia el rechazo hacia dicho país y que pongan en amenaza las relaciones comerciales entre ambos países	
		Menciones que aseguran el flujo de suministro petrolero sin interrupciones		
	Yankee	Menciones del término "Yankee" que no muestren ninguna distinción entre los afines al régimen norteamericano y los no afines al mismo o expresen en sentido peyorativo el gentilicio de Estados Unidos	Menciones del término "Yankee" en tono ofensivo y generalista del gobierno de Estados Unidos o seguidores	

WARIARI EG	E ÉDAKING.	CODIFICACIÓN			
VARIABLES	TÉRMINOS	POSITIVO	NEGATIVO		
	Referéndum Revocatorio	Menciones que manifiesten el respeto del derecho constitucional del Referéndum Revocatorio	Menciones o actitudes que manifiesten la negación a la realización del Referéndum Revocatorio		
	Leyes	Anuncio abierto y transparente de las leyes económicas donde las reglas del juego están claramente dadas	Menciones sobre cambios en el marco jurídico. Igualmente menciones que se refieran al marco jurídico de una forma ambigua que anticipe posibles modificaciones en su estructura		
			Cuando se muestran indicios de cambios repentinos en el marco legal		
Marco Legal		Menciones que garanticen un ambiente de equilibrio del uso del poder legislativo			
	Ley Habilitante	Menciones que permitan predecir que La Ley Habilitante no va a afectar la estabilidad de inversión y de capital	Menciones que indiquen la proposición y aprobación de una Ley Habilitante que otorgue diversos poderes adicionales al Presidente de la República, donde se ponga en riesgo el equilibrio del Poder Legislativo		
		Políticas o menciones que garanticen una política tributaria organizada estable	Políticas o menciones que induzcan a cambios bruscos y repentinos en el marco tributario		
	Impuestos	Políticas o menciones que garanticen una política tributaria equilibrada que no perjudique a sectores específicos	Políticas tributarias que obedezcan intereses particulares dentro del Gabinete económico		

MADIADIEC	TÉDMINOS	CODIFICACIÓN			
VARIABLES	TÉRMINOS	POSITIVO	NEGATIVO		
	Escasez	Incentivos a los agentes que fomenten un ambiente de abastecimiento del consumo masivo	Actitudes o señales a los agentes que fomenten un ambiente de desabastecimiento del consumo masivo		
Tópicos que causan inestabilidad general	Medios de Comunicación	Políticas o menciones que garanticen el derecho de libertad de expresión, de no represión a cualquier forma y tipo de medio de comunicación	Políticas o menciones que pongan en evidencia el atropello y represión de la libertad de expresión (por ejemplo, el cese de la concesión del medio de comunicación RCTV)		
Tópicos y Políticas Cambiarias y Monetarias	Control de Cambio	Acciones o menciones que conlleven medidas que tiendan a flexibilizar el actual control cambiario	Acciones o menciones que aumenten las rigideces del actual control cambiario		
	Bonos	Las políticas o menciones que promuevan la emisión de Bonos canjeables a moneda extranjera, en un entorno de control cambiario	Las políticas o menciones que no promuevan la emisión de Bonos canjeables a moneda extranjera, en un entorno de control de cambio		
	Devaluación de la moneda	Las políticas o menciones en contra de la devaluación de la moneda	Las políticas o menciones que conducen a la devaluación de la moneda		
	Sobrevaloración de la moneda	Menciones sobre políticas o medidas que indiquen que no hay sobrevaluación de la moneda	Menciones sobre políticas o medidas que indiquen la sobrevaluación de la moneda (el control excesivo del Banco Central para mantener el valor del Bolívar con respecto al dólar)		

		CODIFICACIÓN			
VARIABLES	TÉRMINOS	POSITIVO	NEGATIVO		
		Menciones o intenciones que vayan en contra de la restricción de divisas en el mercado	Menciones o intenciones que indiquen la restricción de divisas en el mercado		
	Divisas	Menciones que muestren intensiones de expandir la oferta de divisas	Menciones que muestren intensiones de contraer la oferta de divisas		
Topicos y Políticas Cambiarias y Monetarias	Mercado de permuta	Las políticas o menciones en contra de los controles sobre la compra de moneda extranjera	Las políticas o menciones restrictivas sobre la compra de moneda extranjera		
wonetarias	Reservas Internacionales	Políticas o menciones que apunten a la conservación y protección de las Reservas Internacionales	Políticas o menciones que apunten al uso de las Reservas Internacionales para fines alternativos a su función		
			Intenciones del uso de las Reservar Internacionales para financiar diversas políticas gubernamentales		
	Liberalismo/Neo- liberalismo	Menciones en apoyo de una menor participación del gobierno en la economía	Las menciones agresivas o las políticas hacia el libre mercado		
	Capitalismo	Menciones en apoyo del régimen económico capitalista	Actitudes en contra del régimen económico capitalista		
Tendencias Anti- Liberales	Imperialismo	Menciones o actitudes donde el termino Imperialismo sea utilizado como ejemplo de política económica a seguir en referencia a la libertad de capitales	Políticas o menciones donde haga uso del término para descalificar directamente a otras naciones. En especial en contra de Estados Unidos u otros países que mantengan relación con éste		

VADIADIEC	TÉDIMINOS	CODIFICACIÓN			
VARIABLES	TÉRMINOS	POSITIVO	NEGATIVO		
	Imperialismo	Menciones o actitudes donde el termino Imperialismo sea utilizado como ejemplo de política económica a seguir en referencia a la libertad de capitales	Políticas o menciones donde haga uso del término para descalificar directamente a otras naciones. En especial en contra de Estados Unidos u otros países que mantengan relación con éste		
	Fondo Monetario Internacional (FMI)	Políticas o menciones que muestren la Intención de permanecer en el FMI	Políticas o menciones en contra de la permanencia en el FMI		
Tendencias Anti- Liberales			Acciones o menciones que vayan en contra de las políticas y acuerdos del FMI		
	Banco Mundial	Políticas o menciones que muestren afinidad con las políticas y acuerdos del Banco Mundial	Políticas o menciones que vayan en contra de las políticas y acuerdos del Banco Mundial		
	Privatización	Menciones que indiquen la posible privatización de una industria o sector a fin de aumentar su productividad, eficiencia, transparencia entre otros	Menciones que califiquen a la privatización como una medida errada versus el control del estado sobre todos los bienes de producción. Esto sería un indicador de nacionalización versus privatización		

ANEXO C

Tabla C.1: Pruebas de raíces unitarias

Prueba Dickey-Fuller Aumentada	_
Exogenous: Constant	
Lag Length: o (Automatic based on SIC, MAXLAG=10)	

Hipótesis Nula: D(PRIMA) tiene raíz unitaria

		Estadístico-t	Probabilidad*
		-6.428.790	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.557.472	
	5% level	-2.916.566	
	10% level	-2.596.116	

Hipotesis Nula: D(LIQR_LOG) tiene raíz unitaria

		Estadístico-t	Probabilidad*
		-6.689.810	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.560.019	
	5% level	-2.917.650	
	10% level	-2.596.689	

Hipótesis Nula: D(TCRO_LOG) tiene raíz unitaria

		Estadístico-t	Probabilidad*
		-7.084.592	0.0000
Tout suiting!	1% level	-3.557.472	
Test critical values:	5% level	-2.916.566	
	10% level	-2.596.116	

Hipótesis Nula: BIMP tiene raíz unitaria

		Estadístico-t	Probabilidad*
		-3.765.515	0.0056
Test critical values:	1% level	-3.555.023	
	5% level	-2.915.522	
	10% level	-2.595.565	

Hypotesis Nula: IP tiene raíz unitaria root

		Estadístico-t	Probabilidad*
		-5.048.023	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.555.023	
	5% level	-2.915.522	
	10% level	-2.595.565	

Hipótesis Nula: DIF tiene raíz unitaria

		Estadístico-t	Probabilidad*
		-5.584.015	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.555.023	
	5% level	-2.915.522	
	10% level	-2.595.565	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Fuente: cálculos propios

ANEXO D

Tabla D.1: VAR con la Variable dif Incluida

	D(TCRO_LOG)	D(LIQR_LOG)	IP	BIMP	DIF	PRIMA
D(TCRO_LOG(-1))	-0.146861	-0.322510	-7.240.053	-9.531.441	-1.610.495	-1.583.837
	(0.29932)	(0.35424)	(1228.03)	(9088.03)	(180.257)	(2.68278)
	[-0.49065]	[-0.91042]	[-0.58957]	[-1.04879]	[-0.89345]	[-0.59037]
D(TCRO_LOG(-2))	-0.206531	-0.158660	-1.628.506	-12249.67	-3.050.938	-5.486.333
	(0.27739)	(0.32830)	(1138.07)	(8422.34)	(167.053)	(2.48627)
	[-0.74454]	[-0.48328]	[-1.43093]	[-1.45443]	[-1.82633]	[-2.20666]
D(TCRO_LOG(-3))	0.218349	0.428688	1180.165	7457.911	-7.983.893	-0.021002
	(0.26332)	(0.31163)	(1080.31)	(7994.89)	(158.575)	(2.36008)
	[0.82923]	[1.37561]	[1.09243]	[0.93283]	[-0.50348]	[-0.00890]
D(TCRO_LOG(-4))	-0.119227	-0.314757	531.5583	-2.343.863	-1.244.919	-1.577.589
	(0.14986)	(0.17736)	(614.823)	(4550.01)	(90.2472)	(1.34316)
	[-0.79561]	[-1.77473]	[0.86457]	[-0.51513]	[-1.37946]	[-1.17454]
D(LIQR_LOG(-1))	-0.241081	0.123462	-3.835.659	-1.379.156	96.97323	2.626334
	(0.16547)	(0.19583)	(678.871)	(5024.00)	(99.6485)	(1.48308)
	[-1.45697]	[0.63045]	[-0.56501]	[-0.27451]	[0.97315]	[1.77087]
D(LIQR_LOG(-2))	-0.259669	-0.554657	1331.914	7673.779	159.3512	4.346818
	(0.17142)	(0.20287)	(703.280)	(5204.64)	(103.232)	(1.53641)
	[-1.51484]	[-2.73402]	[1.89386]	[1.47441]	[1.54363]	[2.82921]
D(LIQR_LOG(-3))	0.232466	-0.378803	-5.152.222	-8.103.127	52.11329	-0.083240
	(0.18062)	(0.21376)	(741.028)	(5484.00)	(108.772)	(1.61887)
	[1.28706]	[-1.77209]	[-0.69528]	[-1.47760]	[0.47910]	[-0.05142]
D(LIQR_LOG(-4))	-0.068798	0.046800	-8.060.011	11853.62	-3.182.341	1.114695
	(0.20231)	(0.23944)	(830.041)	(6142.74)	(121.838)	(1.81333)
	[-0.34005]	[0.19546]	[-0.97104]	[1.92970]	[-0.02612]	[0.61472]
IP(-1)	-4.47E-05	1.20E-05	0.474903	-0.274183	0.026722	0.000642
	(5.3E-05)	(6.3E-05)	(0.21777)	(1.61159)	(0.03197)	(0.00048)
	[-0.84250]	[0.19144]	[2.18079]	[-0.17013]	[0.83598]	[1.34986]
IP(-2)	-5.47E-05	2.50E-05	0.019346	4.313436	-0.019431	0.000210
	(5.7E-05)	(6.7E-05)	(0.23382)	(1.73042)	(0.03432)	(0.00051)
	[-0.96043]	[0.37090]	[0.08274]	[2.49270]	[-0.56614]	[0.41149]
IP(-3)	3.54E-05	-1.89E-06	-0.492751	-1.091.675	-0.007165	-0.000624

	(6.2E-05)	(7.3E-05)	(0.25439)	(1.88260)	(0.03734)	(0.00056)
	[0.57057]	[-0.02580]	[-1.93701]	[-0.57988]	[-0.19188]	[-1.12194]
IP(-4)	-0.000108	-6.61E-06	-0.010330	-2.917.338	-0.018798	-3.67E-06
	(5.9E-05)	(7.0E-05)	(0.24097)	(1.78327)	(0.03537)	(0.00053)
	[-1.84527]	[-0.09502]	[-0.04287]	[-1.63595]	[-0.53145]	[-0.00697]
BIMP(-1)	-3.14E-06	1.68E-06	-0.026179	0.484015	0.000751	4.24E-05
	(6.9E-06)	(8.2E-06)	(0.02834)	(0.20970)	(0.00416)	(6.2E-05)
	[-0.45532]	[0.20505]	[-0.92390]	[2.30814]	[0.18060]	[0.68513]
BIMP(-2)	9.95E-06	1.18E-06	0.011406	0.050370	0.004393	9.54E-06
	(6.6E-06)	(7.8E-06)	(0.02715)	(0.20093)	(0.00399)	(5.9E-05)
	[1.50319]	[0.15033]	[0.42009]	[0.25069]	[1.10227]	[0.16079]
BIMP(-3)	-1.14E-05	3.57E-07	0.028512	0.218770	0.006446	0.000145
	(6.9E-06)	(8.2E-06)	(0.02826)	(0.20917)	(0.00415)	(6.2E-05)
	[-1.66142]	[0.04373]	[1.00874]	[1.04587]	[1.55359]	[2.35598]
BIMP(-4)	-1.06E-05	-3.72E-06	-0.010668	-0.039059	0.001953	6.32E-05
	(6.8E-06)	(8.1E-06)	(0.02809)	(0.20787)	(0.00412)	(6.1E-05)
	[-1.54452]	[-0.45885]	[-0.37979]	[-0.18791]	[0.47363]	[1.02961]
DIF(-1)	6.44E-05	0.000249	3.801751	37.42956	-0.081115	-0.003372
	(0.00097)	(0.00115)	(3.98553)	(29.4950)	(0.58502)	(0.00871)
	[0.06632]	[0.21683]	[0.95389]	[1.26901]	[-0.13865]	[-0.38730]
DIF(-2)	0.000592	-0.000226	4.674905	44.16063	0.562753	0.009565
	(0.00085)	(0.00101)	(3.50170)	(25.9144)	(0.51400)	(0.00765)
	[0.69401]	[-0.22371]	[1.33504]	[1.70410]	[1.09485]	[1.25030]
DIF(-3)	-0.001560	-0.001945	-1.694.713	-2.046.979	0.058846	-0.001589
	(0.00082)	(0.00097)	(3.36652)	(24.9140)	(0.49416)	(0.00735)
	[-1.90128]	[-2.00253]	[-0.50340]	[-0.82162]	[0.11908]	[-0.21601]
DIF(-4)	0.000515	0.000348	-2.528.053	-1.430.185	-0.069431	-0.004178
	(0.00032)	(0.00038)	(1.31527)	(9.73370)	(0.19306)	(0.00287)
	[1.60736]	[0.91618]	[-1.92208]	[-1.46931]	[-0.35963]	[-1.45418]
PRIMA(-1)	0.010981	0.024676	-3.936.389	-1.881.118	-3.326.563	0.528507
	(0.07469)	(0.08840)	(306.447)	(2267.87)	(44.9820)	(0.66947)
	[0.14701]	[0.27914]	[-1.28453]	[-0.82947]	[-0.73953]	[0.78944]
PRIMA(-2)	-0.017040	0.011022	139.5417	-1.932.205	-1.846.869	-0.731452
	(0.11501)	(0.13612)	(471.864)	(3492.04)	(69.2628)	(1.03085)
	[-0.14816]	[0.08098]	[0.29572]	[-0.55332]	[-0.26665]	[-0.70956]
PRIMA(-3)	0.130945	0.044934	581.9251	4195.181	49.25825	1.259013
	(0.10159)	(0.12023)	(416.777)	(3084.37)	(61.1770)	(0.91050)
	[1.28902]	[0.37375]	[1.39625]	[1.36014]	[0.80518]	[1.38277]
PRIMA(-4)	-0.130826	-0.113723	-2.424.884	-6.020.895	12.55511	0.212866
	(0.07131)	(0.08439)	(292.564)	(2165.13)	(42.9443)	(0.63914)
	[-1.83462]	[-1.34751]	[-0.82884]	[-0.02781]	[0.29236]	[0.33305]
С	0.013466	0.016920	53.58513	198.5909	-1.435.854	-0.280465
	(0.01222)	(0.01446)	(50.1234)	(370.940)	(7.35741)	(0.10950)

	[1.10219]	[1.17022]	[1.06906]	[0.53537]	[-1.95158]	[-2.56130]
R-squared	0.612056	0.589504	0.584135	0.721522	0.589041	0.965699
Adj. R-squared	0.253954	0.210585	0.200260	0.464465	0.209695	0.934036
F-statistic	1.709167	1.555753	1.521680	2.806855	1.552778	30.49954

ANEXO E

Tabla E.1: Pruebas de causalidad de *Granger*

Dependent variable: D(TCRO_LOG)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LIQR_LOG) IP BIMP PRIMA	14.30165 7.371893 8.999392 1.819413	4 4 4 4	0.0064 0.1175 0.0611 0.7689
All	32.15555	16	0.0095

Dependent variable: D(LIQR_LOG)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(TCRO_LOG)	3.139645	4	0.5347
IP	0.740443	4	0.9462
BIMP	1.079356	4	0.8975
PRIMA	9.719633	4	0.0454
All	20.25191	16	0.2091

Dependent variable: IP

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(TCRO_LOG)	4.269278	4	0.3708
D(LIQR_LOG)	7.855088	4	0.0970

BIMP	3.042589	4	0.5507
PRIMA	8.768268	4	0.0672
All	18.48798	16	0.2961

Dependent variable: BIMP

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(TCRO_LOG)	1.466746	4	0.8325
D(LIQR_LOG) IP PRIMA	5.473267 7.252071 2.169447	4 4 4	0.2421 0.1232 0.7046
All	21.25372	16	0.1690

Dependent variable: PRIMA

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(TCRO_LOG)	6.878208	4	0.1425
D(LIQR_LOG) IP BIMP	16.95830 5.534869 14.17577	4 4 4	0.0020 0.2367 0.0068
All	35.03310	16	0.0039

Fuente: cálculos propios