



UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES

ESCUELA DE ECONOMÍA

**EVOLUCIÓN DEL DESEMPEÑO DEL MERCADO BURSÁTIL VENEZOLANO
DESDE 1999 HASTA EL 2016.**

Tesista: García Martínez, Victoria Eugenia

Tesista: Pacheco León, Alejandra

Tutor: Mansutti Silva, Gerónimo Atawanadi

Caracas, 30de octubre 2017

DEDICATORIA

A Dios, por darme todo lo que me ha dado.

Especialmente a mi familia,

*A mis padres, por enseñarme que la constancia lo es todo,
por darme su apoyo incondicional y cariño.*

*A mis hermanos, por ser mis mayores ejemplos
y siempre estar ahí para mí.*

A mis abuelos y a Jesús, por siempre motivarme.

Gracias, por su comprensión, motivación y cariño.

Sencillamente, esto es para ustedes.

Alejandra Pacheco.

*A Dios y a la Virgencita del Valle, por haber permanecido a
mi lado, en los buenos y malos momentos.*

*A mi familia, especialmente a mis padres, por ser el pilar
fundamental en todo lo que soy, en mi educación, tanto
académica, como de vida. Por su apoyo incondicional a todo
momento, por sus consejos y motivación; pero por sobretodo,
su cariño.*

Victoria García.

AGRADECIMIENTOS

A nuestro tutor Gerónimo Mansutti, por haber creído en nuestro proyecto y haber depositado su confianza en nuestro trabajo y esfuerzo.

A la Bolsa de Valores de Caracas y al equipo de Rendivalores por su colaboración y brindarnos parte de su tiempo para poder llevar a cabo esta investigación.

Y a nuestro amigo Alejandro Guilarte, por ayudarnos en todas las etapas de este proyecto.

ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE DE TABLAS	VI
ÍNDICE DE GRÁFICAS.....	VII
INTRODUCCIÓN	VIII
CAPÍTULO I.....	1
1.1 ENTORNO DEL MERCADO BURSÁTIL VENEZOLANO	1
1.1.1 Antecedentes macroeconómicos de la Bolsa de Valores de Caracas.	1
1.1.2 Descripción de entorno macroeconómico desde 1999 hasta el 2016	9
1.1.3 Descripción del marco regulatorio desde 1999 hasta el 2016.	29
1.1.4 Descripción conductual del mercado bursátil venezolano.....	34
CAPÍTULO II	39
2.1 EVOLUCIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL VENEZOLANO 1999-2016	39
2.1.1 Volúmenes y montos negociados en bolívares en la Bolsa de Valores de Caracas desde 1999 hasta 2016.	39
2.1.2 Índice Bursátil Caracas (IBC) Vs Índice Nacional de Precios del Consumidor (INPC):.....	51
2.1.3 Empresas inscriptas en la Bolsa de Valores de Caracas.	53
2.1.4 Factores que afectan al desempeño del mercado bursátil venezolano.....	57
CAPÍTULO III.....	59

3.1 MERCADO BÚRSATIL VENEZOLANO VS MERCADO BÚRSATIL DE COLOMBIA Y PERÚ.	59
3.1.1 Breve reseña histórica del mercado bursátil Colombiano	60
3.1.2 Breve reseña histórica del mercado bursátil Perú.	62
3.1.3 Comparación del mercado bursátil de Venezuela, Colombia y Perú.	63
 CAPITULO IV	 69
 4.1 MODELO DE REGRESIÓN MÚLTIPLE PARA DEMOSTRAR LA RELACIÓN EXISTENTE ENTRE EL MERCADO BÚRSATIL VENEZOLANO Y EL CREMIENTO ECONÓMICO	 69
4.1.1 Análisis de Estacionariedad.	70
4.1.2 Análisis de Cointegración.....	74
 CAPITULO V	 92
 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	 92
 BIBLIOGRAFÍA	 97
 ANEXOS	 106

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Producto Interno Bruto.	15
Tabla 2: Evolución del Tipo de Cambio en Venezuela	17
Tabla 3: Banco Comerciales y Universales.	25
Tabla 4: Total Montos Negociados en términos nominales y constantes.	49
Tabla 5: Resumen de empresas desincorporadas e incorporadas en la Bolsa de Valores de Caracas	54
Tabla 6: Cuadro comparativo entre Colombia, Perú y Venezuela.	64
Tabla 9: Variables que explican al modelo.	70
Tabla 10: Resultado del Análisis de Estacionariedad de las Variables.	72
Tabla 11: Resultado del Análisis de Estacionariedad de la variable independiente PIB no petrolero real per cápita (Venezuela desde 1999 hasta el 2016)	73
Tabla 12: Estimación del Modelo de Largo Plazo	79
Tabla 13: Residuos Ruido Blanco.	80
Tabla 14: Diagnóstico del Modelo de largo plazo	82
Tabla 15: Estimación del Modelo de corto plazo	87
Tabla 16: Diagnóstico del Modelo de corto plazo	88

ÍNDICE DE GRÁFICAS

Gráfico 1: Evolución del precio del petróleo venezolano	13
Gráfico 2: Inflación de Venezuela	22
Gráfico 3: Mercado Bursátil venezolano.	45
Gráfico 4: IBC Vs. INPC.....	52
Gráfico 5: Total de empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas	54
Gráfico 6: Capitalización Bursátil.....	66
Gráfico 7: Variables del Modelo.....	71
Gráfico 8: Cusum largo plazo.....	83
Gráfico 9: Cusum corto plazo.....	89

INTRODUCCIÓN

A nivel mundial, es posible evidenciar las diferencias existentes entre los países desarrollados y subdesarrollados. Los países desarrollados están caracterizados por presentar instituciones sólidas, un buen nivel de educación, buen manejo del capital y del sector bancario, entre otras cosas.

El mercado de capitales y su buen funcionamiento resulta ser un buen indicador para la diferenciación entre un país desarrollado y subdesarrollado, ya que este, influido por factores tanto macroeconómicos, institucionales y legales, produce mejoras en la productividad, acumulación de capital y competitividad de un país, generando incrementos en el PIB, por ende, contribuyendo al desarrollo.

En tal sentido, se considera que *“el Mercado de Capitales es un elemento vital y de incidencia directa en el crecimiento ya que pone a disposición de la economía un conjunto de mecanismos cuyas funciones básicas son las de asignación y distribución, en el tiempo y en el espacio, de los recursos de capital, los riesgos, el control y la información asociados con los procesos de transferencia del ahorro a la inversión.”* (Brianto, 2010)

Venezuela es un país subdesarrollado, el cual actualmente presenta una inflación galopante e instituciones deficientes, además de inestabilidad política y social. Dicho

país se ha caracterizado por acudir a un financiamiento a largo plazo a través de la banca, emisión de deuda pública y fondos creados por el Ejecutivo dejando a un lado al mercado de capitales.

El mercado de capitales está constituido por la emisión de renta fija y variable. En el caso venezolano, el mismo está representado principalmente por la emisión de renta fija, específicamente los Bonos de Deuda Pública y de PDVSA. Aunque el país también posea una Bolsa de Valores y en el pasado se hayan realizado importantes transacciones en la misma, una de las opciones menos conocida por los venezolanos es el mercado accionario.

En este sentido es de vital importancia conocer las características y los rendimientos históricos de las distintas opciones de inversión que han existido en Venezuela y como estas pueden contribuir en el crecimiento del PIB para así general mayor prosperidad económica.

El trabajo de investigación que se presenta a continuación consta de 4 partes fundamentales. El primer capítulo reseña el entorno del mercado bursátil venezolano, en donde se exponen los antecedentes macroeconómicos de la Bolsa de Valores de Caracas y la descripción tanto del entorno macroeconómico del país, como del marco regulatorio y conductual del mercado bursátil venezolano desde 1999 hasta el año 2016.

En la segunda parte se expone la evolución del mercado bursátil venezolano durante el periodo de estudio, tomando en cuenta el desempeño de los volúmenes y

montos negociados en Bs. en la Bolsa de Valores de Caracas, las empresas inscritas en la misma y los factores que han afectan a este mercado.

Seguidamente, en el tercer capítulo se presenta una breve comparación del mercado bursátil venezolano con las bolsas de valores de Colombia y Perú. En éste, se procede a contrastar las distintas capitalizaciones bursátiles de dichos países, el número de empresas inscritas en ellas, su población y su PIB, para de esta forma determinar que bolsa es más representativa en cuanto al producto interno bruto del país.

Por último, el cuarto capítulo consiste en un análisis de la relación del mercado de capitales venezolano con el crecimiento económico, evaluada a través de un modelo de regresión múltiple dinámico en donde se realizara un análisis de estacionariedad y de cointegración para comprobar que los resultados obtenidos sean los Mejores Estimadores Linealmente Insesgados (MELI).

CAPÍTULO I

ENTORNO DEL MERCADO BURSÁTIL VENEZOLANO

1.1.1 Antecedentes y entorno macroeconómico de la Bolsa de Valores de Caracas.

Desde 1805 fue posible evidenciar la primera actividad bursátil en Venezuela. Bajo la autorización de la corona española, se abrió una Casa de Bolsa y Recreación de los Comerciantes y Labradores. Consecutivamente, se fueron creando lugares de reunión para los corredores y normas legales para reglamentar dicha actividad; hasta que, en 1947, fue fundada la Bolsa de Valores de Caracas (BVC) (Bolsa de Valores de Caracas, 2017).

A partir de los años 20, la economía venezolana ha estado liderada por la industria petrolera, la cual pasó a manos del Estado en 1975 con la nacionalización del petróleo. El sector público ha tenido una alta participación en la actividad bursátil nacional, no solo por su control sobre dicha industria, la cual es la principal fuente generadora de divisas en el país, sino también por su importante participación en otros sectores como el industrial, de telecomunicaciones, entre otros.

Posteriormente, la bonanza petrolera en la década de los 50 permitió, a través de una política fiscal expansiva, el desarrollo de diversos sectores mediante la inversión en obras públicas y servicios básicos. Con ello, se lograron incrementar los recursos canalizados por el sector financiero, promoviendo la creación de nuevas instituciones financieras. En 1958, con la caída de la dictadura de Marcos Pérez Jiménez, se creó un ambiente de gran desconfianza e incertidumbre, provocando una significativa salida de capitales que afectó gravemente los niveles de liquidez del país y se dan bases para una crisis bancaria, en donde el Banco Central de Venezuela (BCV) tuvo que usar masivamente sus operaciones de anticipo y redescuento con el fin de auxiliar a los bancos. Tras superar esta profunda crisis, la economía venezolana tomó un rumbo positivo; la tasa de inflación promedio entre 1960 y 1980 fue de 5,9% y la tasa de crecimiento fue en promedio de 4,4%, datos que se le atribuyen en gran medida al contexto de estabilidad económica y política durante esos años. (Vera & González, 1997, pág. 13)

Durante el gobierno del presidente Luis Herrera Campins se crea, en 1983, un organismo llamado RECADI (Oficina de Régimen de Cambios Diferenciales) con la finalidad de frenar la fuga de capitales del país producida por el llamado Viernes Negro, en donde el bolívar tuvo una fuerte devaluación con respecto al dólar, el 18 de febrero de 1983. Dicho organismo estableció un control cambiario, en donde se instauraron dos tipos de cambios fijos a las tasas de 6 Bs/USD y 4 Bs/USD, así como un tipo de cambio de libre fluctuación. Las dos tasas fijas se otorgaron a las importaciones que se

considerasen esenciales y para el servicio de deuda externa, quedando así el tipo de cambio de libre fluctuación para el resto de las transacciones.

Luego, en 1989, inicia el segundo gobierno de Carlos Andrés Pérez. Durante este gobierno se llevó a cabo una política económica denominada el “Plan Gran Viraje”, que comprendía la eliminación de los controles cambiarios y de precio. Estas reformas, junto al repunte mundial de los mercados emergentes en los 80’s, provocaron el auge de la BVC. Como consecuencia de ello, y hasta comienzos de los 90, el mercado de valores empezó a contribuir más significativamente en el crecimiento del PIB, mientras los volúmenes transados empezaron a crecer a niveles récord.

De acuerdo Costanzo y Garay (2005): “El volumen transado en la bolsa comenzó a crecer sólo a finales de los años ochenta y comienzos de los noventa, cuando la economía y la bolsa fueron abiertos a la inversión extranjera y los precios de las acciones aumentaron” (p.2).

En 1989, la bolsa tuvo un crecimiento aproximado de 1.000% en su capitalización bursátil y el IBC aumentó un 540% en 1990, convirtiéndose así en el mercado emergente de mayor crecimiento en el mundo, de acuerdo a los cálculos realizados por la Bolsa de Valores de Caracas. Consecutivamente, la BVC realizó un proceso de modernización, en el cual implementó un nuevo sistema electrónico en el año 1992.

1.1.1.1 Crisis bancaria del 94-95 y sus antecedentes.

Para el año 1989, Venezuela presentó una contracción en el PIB, altos niveles de inflación y mucho descontento social; por lo que el presidente Carlos Andrés Pérez toma la decisión de adoptar un plan de apertura económica con el apoyo de organismos multilaterales, aplicando medidas como la fijación de tasas de interés acordes con la inflación, la liberación del tipo de cambio, la apertura comercial, la liberación de precios y el fomento a las exportaciones (Guzmán, s.f).

Lo cierto es que dichas medidas lograron mejorar el contexto económico de los años posteriores solo hasta cierto punto, ya que aunque la economía creció, la inversión sufrió una caída, la inflación no se desaceleró y la banca, caracterizada por presentar debilidades estructurales, reflejaba la falta de controles por parte de las autoridades supervisoras; por ejemplo, las tasas de interés que dichas instituciones financieras ofrecían alcanzaban desde 20 hasta 30 puntos sobre la inflación, dando cabida a una intensa inestabilidad macroeconómica y financiera. Además, en 1992, el país tuvo que enfrentarse a una fuerte caída de los precios del crudo, alcanzando el nivel de 8 US\$ por barril, (Chirinos, 2008); y generando una disminución de los ingresos fiscales en 5 puntos del PIB (Moreno, 1997).

Por otro lado, cabe considerar que la inestabilidad política del momento tampoco favorecía a la situación país. La existencia de cuatro presidentes de la República durante un corto periodo de tiempo, los dos intentos de golpe de Estado liderados para el

momento por el Teniente Coronel Hugo Chávez Frías, más los procesos electorales, trajeron consigo una pérdida de confianza tanto en el ámbito político como el económico venezolano.

Dadas las circunstancias antes mencionadas y de acuerdo a lo que señala (Guzmán, s.f):“no puede existir un Sistema Financiero sano, en una economía agobiada por la recesión, la inflación, la desconfianza y la inestabilidad política.” Es por elloque, a principios de 1994, surge una crisis por parte del sistema bancario privado, generando un retroceso en el crecimiento económico y desequilibrio en las finanzas, así como una disminución de las actividades comerciales e industriales, afectando a las empresas y el nivel de empleo existente en el país durante aquellos años.

Lo cierto es que previo al desencadenamiento de dicha crisis, el Banco Central de Venezuela temía por el creciente riesgo de liquidez que presentaba el sector financiero, específicamente el que sufría el segundo banco más importante para el momento, el Banco Latino. Con ello, tras expresar sus preocupaciones al gobierno y a las autoridades de supervisión, el Consejo Superior de Bancos, en enero de 1994, acuerdan la intervención y cierre del banco; sin considerar efecto alguno sobre los sectores económicos del país(Guzmán, s.f).

Es a partir de este momento cuando la crisis de liquidez se convierte en una crisis de insolvencia generalizada en el sistema bancario y se deriva en una crisis sistemática, afectando al mercado cambiario y de capitales; donde las medidas a tomar, en lugar de solucionar el problema, lo agravaron por la falta de coherencia existente en la

instrumentación estratégica (Guzmán, s.f). “El manejo de la crisis bancaria venezolana no fue una experiencia positiva. Fue un manejo de crisis que careció de un plan integral”, señala la presidenta del BCV de ese entonces, Ruth Krivoy.

Por si fuera poco, en principio, el Fondo de Garantía de Depósitos (FOGADE), no poseía suficiente liquidez para manejar la crisis, además que éste conservaba sus recursos en el Banco Latino. Es por ello, que el Estado se vio en la posición de otorgar fondos a FOGADE para que, en conjunto con el BCV, pudieran aportar a otros bancos que poseían el mismo riesgo. Sin embargo, dicho esfuerzo no logró efectos importantes sobre la solvencia de los mismos, y demás instituciones financieras como Banco Barinas, Banco Metropolitano, Bancor, Banco Maracaibo, Banco La Guaira, Banco Construcción y Banco Amazonas, comenzaron presentar problemas. Por esta razón, en junio de ese año se creó la Junta de Emergencia Financiera, donde se tomó la decisión de brindar auxilio a los bancos antes mencionados, pero al ser insuficiente, resultaron intervenidos (Vera & González, 1997, págs. 48-51).

Para el año siguiente, la crisis fue difícil de superar, sobre todo por la problemática macroeconómica en la cual el país se encontraba inmerso. De acuerdo a lo señalado por la Bolsa de Valores de Caracas (1995), la inflación presentó un aumento de 56,6%, el ahorro y el consumo se vieron disminuidos por el déficit fiscal existente y el pago de la deuda externa.

A estos elementos es importante agregar que el contexto cambiario presentaba dificultades de alta escala, ya que la incertidumbre en cuanto a la situación financiera

generó un exceso de demanda de divisas, derivándose en una inmensa fuga de capitales, además de la prolongación del control de cambio. En términos del mercado bursátil, se realizaron 39,2% menos operaciones que el año anterior, lo que permite notar los efectos nocivos de la crisis bancaria en la economía venezolana.

Como resultado, dicha crisis tuvo una duración de 18 meses, contando con alrededor de 75 instituciones financieras cerradas y 19 instituciones intervenidas por el Estado, trayendo consigo una mayor concentración por parte del mismo de bancos y de empresas de amplia gama. Para lograr este cometido, el gobierno acudió a las reservas internacionales, desembolsando 3.000 millones del momento, lo que se traduce en un 11% del Producto Interno Bruto. (Chirinos, 2008)

1.1.1.2 Hechos importantes desde el 96 al 99.

Para el año 1996, la crisis bancaria había cesado, más el contexto económico aún no superaba la difícil situación, pues la inflación alcanzaba la tasa más alta registrada históricamente, con un 97%. Por otro lado, como señala la Bolsa de Valores de Caracas (1996), con la implementación de la “Agenda Venezuela”, el control cambiario fue eliminado y se estableció un sistema de bandas, así como las tasas de interés se ubicaron alrededor del 43% para operaciones de la banca comercial. Los precios del crudo aumentaron a 17,98 US\$ por barril y al haber una creciente inversión extranjera, fue posible notar el cambio en la balanza de pagos, la cual pasó a ser superavitaria.

El año siguiente, la economía venezolana gozó de una notoria mejoría. Con la continuidad de la aplicación de la Agenda Venezuela y la apertura económica, fue posible mantener el tipo de cambio dentro del sistema de bandas adoptado el año anterior. La Sociedad de Fomento de Inversión Petrolera (SOFIP), la nueva filial de Petróleos Venezuela, colocó títulos de renta fija haciendo posible la inversión de los venezolanos en la industria petrolera (Bolsa de Valores de Caracas, 1997); con las cuales se permitió la entrada de capital extranjero al país, generando acumulación en las reservas internacionales, así como un incremento de volúmenes negociados en el mercado bursátil.

Asimismo, la tasa de inflación registrada para este año fue de 37,6%, considerablemente inferior a la del año anterior. Con la recomposición del salario y de las prestaciones sociales, se dio un aumento del consumo interno, mientras que la demanda interna también se vio incrementada debido a la inversión en la actividad privada. Por otra parte, de acuerdo a la Bolsa de Valores de Caracas (1997), el Gobierno realizó una reestructuración de la deuda, emitiendo Bonos Globales para ser canjeados por Bonos Brady¹, y así prolongar su participación en los mercados financieros internacionales; mientras que, en la Bolsa de Valores de Caracas se registró un total histórico de transacciones, contabilizando US\$ 5.577,91 millones, representado por un

¹ Bonos de la deuda pública externa nacional. Títulos emitidos en moneda extranjera por un país, destinados al refinanciamiento de la deuda pública externa. En el caso venezolano, dichos bonos fueron emitidos hasta por mil millones de dólares. (Fivenca, 2017)

incremento de 83,76% en relación al año anterior. Es así como a finales de 1997, fue posible observar un crecimiento del Producto Interno Bruto de 5,1%.

Ahora bien, en 1998, el mercado petrolero sufrió variaciones importantes, ya que un exceso de oferta causó la caída de los precios del crudo y la cesta venezolana alcanzó un nivel de 13 US\$ por barril. Este hecho trajo consigo una crisis presupuestaria para el Gobierno, lo que derivó en una devaluación de la moneda, incrementando considerablemente la demanda de divisas y afectando negativamente las reservas internacionales. La tasa de inflación anual registrada para este año fue de 38,72%.

1.1.2 Descripción de entorno macroeconómico desde 1999 hasta el 2016.

Existen diversos factores que pueden afectar directa o indirectamente al mercado bursátil de un país, y entre los principales se encuentran las variables macroeconómicas.

“Un estudio de la literatura empírica indica que las variables macroeconómicas, tales como los niveles de ingresos, la inversión interna bruta, desarrollo del sector bancario y financiero, los flujos de capital privado, la liquidez, tasa de ahorro del mercado y políticas macroeconómicas de estabilidad (incluyendo las tasas de interés, tipo de cambio y la inflación), impactan al desarrollo del mercado de valores” (Beck y Levine, 2003; Levine y Zervos, 1998; Singh, 1997; Yartey, 2008; Wachtel, 2003).

A continuación, se describen algunos de los indicadores más relevantes de la economía venezolana en los últimos 17 años.

- Producto Interno Bruto (PIB):

Haciendo una descripción más exhaustiva del contexto macroeconómico venezolano y partiendo desde 1999, es posible señalar que la economía venezolana continuó en recesión ese año, como había estado ocurriendo en los periodos anteriores. Según el Informe Económico de 1999 realizado por el Banco Central de Venezuela, el Producto Interno Bruto se vio afectado por los recortes de producción acordados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), implementados como respuesta ante la disminución de los precios del crudo a nivel internacional.

Posteriormente, para el año 2000 se evidenció “la favorable evolución del contexto internacional del mercado petrolero, unida al seguimiento de políticas fiscales, cambiarias y monetarias orientadas al crecimiento y a la estabilidad de precios, impulsaron la recuperación de la actividad económica que estuvo acompañada de una nueva desaceleración de la tasa de inflación y del impacto positivo de los precios del petróleo sobre el comportamiento de la cuenta corriente , lo que permitió , a su vez, un superávit en el sector externo”. (Banco Central de Venezuela, 2000, p. 9).

Sin embargo, en ese mismo año, Venezuela formaba parte en total de tres acuerdos de recorte, por la cual alcanzó una disminución de la producción de crudo de 650 mil barriles diarios.

La influencia del sector petrolero sobre la economía venezolana generó los efectos perjudiciales a finales del 2002. Inicialmente, es preciso mencionar que la inestabilidad internacional influyente sobre los precios del crudo, como consecuencia de las tensiones generadas por el conflicto palestino-israelí, forjó al país a concebir un recorte en producción luego de ejercer compromiso con la OPEP. Por si fuera poco, en el mes de diciembre de dicho año, la empresa PDVSA cesó sus operaciones, hecho que contribuyó con la totalización de la reducción de la producción (Banco Central de Venezuela, 2003, p. 52), la cual según el informe de OPEP (2002), resultó en un 9,64%. En este año, se muestra una disminución del 8,9% del PIB con respecto al año anterior, como es posible de observar en el tabla 1.

El paro petrolero, extendido en enero del año siguiente, además de afectar la producción, tuvo efectos negativos sobre la refinación y la comercialización de productos. De acuerdo a lo que señala el BCV (2004), la producción de petróleo se caracterizó por una contracción anualizada de 43,9% en el primer trimestre del año, no obstante en los siguientes trimestres fue posible evidenciar una importante recuperación.

No fue hasta el 2004 que se presenció un repunte del Producto Interno Bruto, aumentando en un 18% con respecto al año anterior. Esto se atribuyó en buena medida a la recuperación tras el paro petróleo, además del buen desenvolvimiento de la economía

internacional, en la cual se generó un aumento del precio del crudo, trayendo consigo una mayor entrada de divisas al país, permitiendo así una recuperación del gasto público; derivándose en un impulso en la actividad económica venezolana (Banco Central de Venezuela , 2005, p. 64).

En los años posteriores, el aumento prolongado de los precios del petróleo hizo posible el incremento del gasto público y de la inversión, así como el aumento en el endeudamiento, factores que contribuyeron a consolidar la senda de expansión de la economía nacional. A pesar de la crisis financiera global en el 2008, la economía venezolana continuó su trayecto de crecimiento, hasta que en el 2009 se evidenciaron los efectos de dicha crisis, contrayéndose en un 3,2%. Dicha depresión en la actividad productiva, se debió en gran parte al sector petrolero, pues como se puede evidenciar en el gráfico 1, el precio de la cesta petrolera se redujo un 34% con respecto al año precedente. Igualmente, el volumen de exportación petrolera cayó en un 7,6% como consecuencia de un recorte en la producción impuesto por la OPEP.

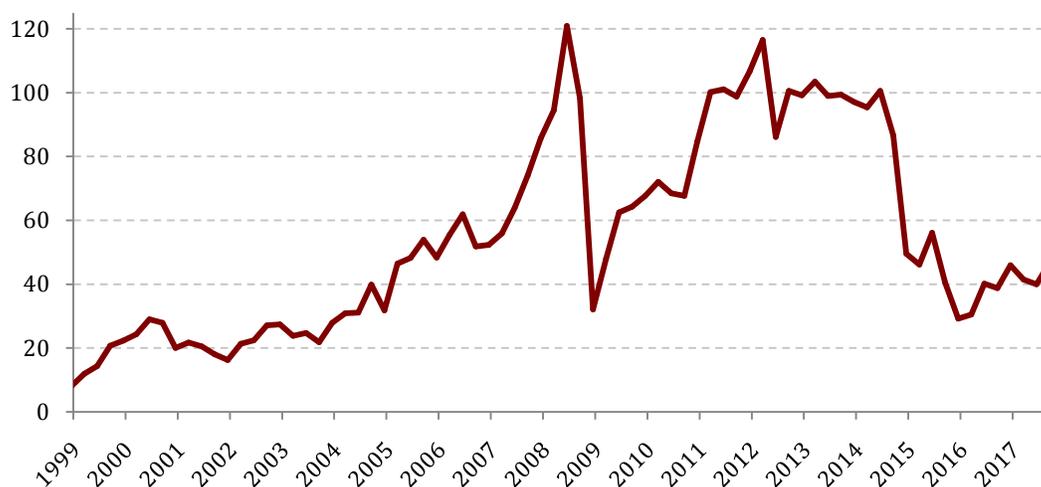
Para el 2010 los precios de las materias primas se vieron más favorecidos, particularmente el precio del petróleo. Esto dio las bases para la aplicación de una política fiscal expansiva, especialmente dirigida a la inversión. Por otra parte, la producción de bienes derivados del petróleo aumentó a una tasa anual del 7,2% y las actividades no petroleras experimentaron una contracción del 1,6%. El BCV (2011), atribuyó este descenso a los efectos de la emergencia eléctrica y la débil demanda de

consumo en los hogares, como consecuencia de los eventos climatológicos que impactaron al país.

Gráfico 1: Evolución del precio del petróleo venezolano

(Dólares por barril)

(1999-2016)



Fuente: Bloomberg.

El PIB venezolano se vio favorecido en los siguientes años por la recuperación en los precios petroleros, sin embargo, comenzaron agravarse algunas distorsiones económicas. Los niveles de inflación y escasez eran cada vez mayores, producto de los controles de precio y cambiarios implementados por el ejecutivo, así como es importante

mencionar las tensiones políticas existentes en este periodo, que se derivaron en una disminución de 5,17% del PIB desde el primer trimestre del 2014. Esto se profundizó a finales de dicho año, con la caída de los precios del petróleo

Dicha situación se profundizó a finales de este año con la abrupta caída de los precios del petróleo, llegando a contraer el PIB con respecto al año anterior un 3,89%. Situación se extendió hasta el 2016.

A continuación se presentara una tabla con el Producto Interno Bruto (PIB) desde 1999 hasta el 2016.

Tabla 1: Producto Interno Bruto.

A precios constantes de 1997

(Miles de Bolívares)

Período	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Total
1999	9.618.763	9.681.438	9.876.268	10.378.456	39.554.925
2000	9.934.263	10.032.948	10.103.864	10.942.218	41.013.293
2001	10.147.553	10.407.962	10.673.953	11.175.913	42.405.381
2002	9.698.905	9.499.804	10.039.682	9.411.719	38.650.110
2003	7.113.908	8.978.485	9.391.604	10.168.681	35.652.678
2004	9.679.226	10.150.928	10.861.975	11.480.214	42.172.343
2005	10.523.822	11.366.013	11.884.526	12.749.288	46.523.649
2006	11.482.700	12.390.164	12.970.275	14.273.394	51.116.533
2007	12.520.658	13.428.204	14.275.094	15.367.103	55.591.059
2008	13.170.361	14.480.586	14.903.992	15.970.135	58.525.074
2009	13.257.522	14.118.840	14.231.723	15.042.839	56.650.924
2010	12.619.885	13.876.511	14.200.311	15.110.803	55.807.510
2011	13.225.104	14.235.501	14.828.422	15.849.242	58.138.269
2012	14.010.512	15.036.834	15.644.725	16.717.032	61.409.103
2013	14.116.023	15.423.227	15.811.577	16.883.058	62.233.885
2014	13.385.553	14.591.100	15.390.154	16.443.450	59.810.257
2015	13.197.747	13.902.903	14.303.628	15.004.176	56.408.454
2016	10.967.329	11.608.925	11.528.725	13.802.080	47.907.059

Fuente: Banco Central de Venezuela, Ecoanalítica y Torino.

- Tipo de cambio

En materia cambiaria, a partir de 1998, en Venezuela, se implementó un sistema de bandas cambiarias como política de estabilización de precios, para ejercer un mejor control sobre la inflación. Dicha política continuó en 1999, con la paridad central en 1,28% y los límites superior e inferior en 7,5%, donde el tipo de cambio presenció una depreciación anual de 14,9%. Posteriormente, en el año 2001 se realineó la paridad central a la baja en un 5,7%, manteniendo los límites sin ninguna modificación. (Banco Central de Venezuela, 2000)

En el mismo orden de ideas, el Informe Económico del 2002 del BCV señala que en febrero del año 2002 se tomó la decisión de abandonar el sistema de bandas cambiarias y se adoptó un sistema de flotación, pues el objetivo a perseguir ya no era el control de la inflación sino la protección de las reservas internacionales. Dicha acción, trajo consigo presiones cambiarias que desembocaron en una depreciación del tipo de cambio nominal de 35,5% con respecto al cierre registrado en enero. Próximamente, para los meses de mayo y junio, también se registró una depreciación de 58,9%, la cual tuvo cabida por la incertidumbre e inestabilidad política existente en el país. En total, el tipo de cambio presentó una depreciación acumulada de 85,1% en comparación al año anterior.

A partir del 2003, se implementó un control cambiario en Venezuela, el cual será desglosado en la tabla 2 que se presenta a continuación.

**Tabla 2: Evolución del Tipo de Cambio en Venezuela
(2003-2016)**

Fecha	Institución	Descripción	Tasas de cambio		
			Bs/USD		
			i	ii	iii
2003	CADIVI	Se crea la Comisión de Administración de Divisas (CADIVI). Órgano regular, cuyo objetivo principal es la administración, coordinación y control de la política del control cambiario en el país	1,6		
2004	CADIVI	Se cambia la tasa de cambio de 1,6 BS/USD a 1,92 BS/USD, siendo esta la primera devaluación de la moneda desde que se instaló el control cambiario.	1,9		
2005	CADIVI	Se realiza la segunda devaluación de la moneda desde la instauración del control cambiario en el 2003, pasando de 1,92 BS/USD a 2,15 BS/USD	2,2		

Fecha	Institución	Descripción	Tasas de cambio		
			Bs/USD		
			i	ii	iii
2008		Se crea la Unidad Monetaria Bolívar Fuerte, en el cual 1 Bolívar Fuerte (BSF)= 1.000 Bolívares.			
2009	CADIVI	Se establece la dualidad de tasas de cambio, luego de la recesión atravesada en el país. Se fijaron dos tipos de cambio en 2,6 BS/USD y 4,3 BS/USD. El primero se asignó a sectores considerados prioritarios y el segundo para el resto de los sectores.	2,6	4,3	
2010	CADIVI y SITME	Se crea el Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (SITME), el cual fija otra tasa oficial para las importaciones no prioritarias a 5,3 BSF/USD.	2,6	4,3	5,3
2011	CADIVI y SITME	Unifica la doble tasa de cambio, impuesta en el 2009, a 4,3 BSF/USD. La tasa de SITME queda sin modificaciones.	4,3	5,3	
Febrero 2013	CADIVI	Se devalúa la moneda y pasa de 4,3 BSF/USD a 6,3 BSF/USD. En este año se elimina el sistema SITME.	6,3		

Fecha	Institución	Descripción	Tasas de cambio		
			Bs/USD		
			i	ii	iii
Marzo 2013	CADIVI y SICAD	Entra en vigencia el Sistema Complementario de Administración de Divisas (SICAD), siendo este un mecanismo de subastas que sustituye a SITME. La primera subasta del SICAD tuvo una tasa de 12,5 BSF/USD.	6,3	12,5	
Noviembre 2013	CENCOEX y SICAD	Se crea el Centro Nacional de Comercio Exterior (CENCOEX), institución que paso a sustituir a CADIVI el 15 de febrero del 2014.	6,3	12,5	
Febrero de 2014	CENCOEX, SICAD I y SICAD II	Se decreta la creación de SICAD II, el cual cotizó inicialmente a 51,8604 BSF/USD.	6,3	12,5	51,8
Enero 2015	CENCOEX y SICAD	Se unificó SICAD I y SICAD II, en SICAD y funcionara como subasta, que inició cotizando en 13,5 BSF/USD.	6,3	13,5	
Febrero de 2015	CENCOEX, SICAD Y SIMADI	El dólar CENCOEX se mantiene a BSF/USD 6,3. Se crear el Sistema Marginal de Divisas (SIMADI), en el cual el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda, su primera cotización fue a 170 BSF/USD.	6,3	12	170

Fecha	Institución	Descripción	Tasas de cambio		
			Bs/USD		
			i	ii	iii
Febrero de 2016	CENCOEX, SICAD Y SIMADI	Se devaluó la moneda, de 6,3 BSF/USD pasó a 10 BSF/USD, solo para los sectores prioritarios de alimentos, medicinas e importaciones de materia prima para su producción. A su vez, se elimina la tasa SICAD de 13,5 BSF/USD para rubros no prioritarios y cupones de viajes. Con respecto a SIMADI, pasa de ser un sistema de subastas a uno flotante para rubros no prioritarios.	10		
Marzo de 2016	CENCOEX/ DIPRO y DICOM	Se pasa a dos tipos de cambio, con la creación del Sistema de Divisas Protegidas (DIPRO) para “rubros prioritarios” y el Sistema de Divisas Complementarias (DICOM) de libre flotación del precio del dólar, que empieza con una cotización de 206 BSD/USD, para los “sectores no prioritarios” de la economía, así como los cupos de viaje al exterior y exportaciones.	10	206	

Fuente: Cámara de Comercio e Industria Venezolano-Alemana. (Cavenal AHK, 2016)

- *Tasa de Inflación según el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)*

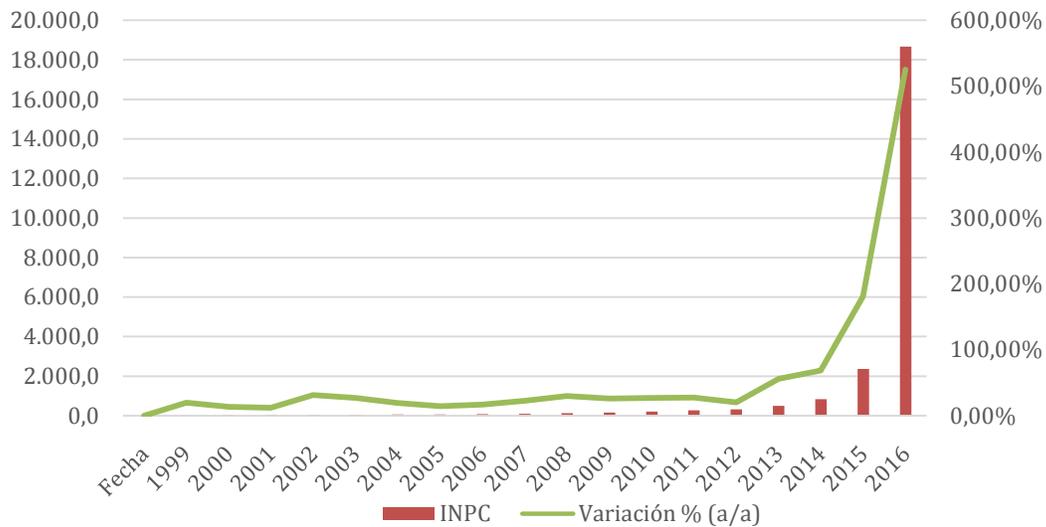
En Venezuela, la tasa de inflación se mantuvo superior a los dos dígitos desde 1986 y a partir de ese momento su nivel más bajo fue en el 2001, con un 12,3%. Posteriormente, en el año 2013, se registró una tasa de inflación del 56,3%, ubicándose así en el primer lugar entre los países con mayor inflación por segunda vez, luego de haberse ubicado en dicha posición en el año 2010, cuando llegó a 27,2%. (Lira, 2014).

Este aumento generalizado en los precios de los bienes y servicios se fue acelerando estos últimos años. En el 2016, la firma de consultoría financiera y económica venezolana, Ecoanalítica, estimó una inflación anual de 525,1%.

Tal y como veremos posteriormente, el mercado de valores también se ha visto muy afectado por la aceleración de la inflación. El avance en los precios ha impulsado a los índices nominales, lo que no necesariamente ha implicado incrementos en términos reales.

Gráfico 2: Inflación de Venezuela

(1999-2016)



Fuente: Banco Central de Venezuela y Econalítica

Entre los principales factores que han acelerado la inflación se encuentran: el financiamiento del gasto público deficitario por parte del BCV al Estado, a través del incremento en la liquidez monetaria vía transferencias a empresas públicas. Estas inyecciones de dinero a la economía incentivan tanto a las personas como a las empresas a aumentar su demanda de productos, mientras que la oferta disminuye debido a los controles de precios que no permiten que las empresas cubran sus costos.

Otro de los factores es el control cambiario, ya que es una de las principales distorsiones económicas, al impedir la eficiente formación de precios en el mercado de divisas, lo que a su vez afecta al resto la economía.

- Tasa de interés

En el contexto venezolano de 1999, es posible evidenciar una disminución de 18,9 puntos porcentuales de las tasas de interés activas con respecto al año anterior, promoviendo de esta forma la transparencia de las operaciones realizadas en el mercado de capitales y del sector bancario. Igualmente, en el año siguiente, la disminución de la inflación contribuyó al descenso de las tasas de interés, hecho que mientras estimulaba a la inversión, impidió la expansión del sector bancario. (Banco Central de Venezuela, 2001)

Como es posible observar en la tabla 3, entre 2001 y 2002, las tasas de interés demostraron una tendencia alcista, influenciada por la política monetaria aplicada para estabilizar el tipo de cambio. Sin embargo, a partir del 2003 hasta el año 2006, se puede evidenciar una tendencia descendente, periodo en el cual entra en vigencia el nuevo control cambiario y la oferta de deuda pública en moneda internacional.

A lo largo de 2007, las tasas de interés fueron aumentando, hecho que se le atribuye “al proceso de aceleración inflacionaria, la entrada en vigencia del Impuesto a

las Transacciones Financieras, la mayor tasa pactada por los bancos en el mercado interbancario, las medidas adoptadas por el BCV sobre el aumento de los topes mínimos de las tasas pasivas y del coeficiente de encaje legal , así como por las acciones fiscales y cambiarias”. (Banco Central de Venezuela, 2008, p. 255)

Asimismo, el BCV impuso unos topes legales para las tasas de interés utilizadas en el sector financiero, en los cuales durante los próximos años, las tasas activas se encontraron fluctuando alrededor de su tope, presentando una notoria caída en el 2012 y 2013 como es posible de visualizar en la siguiente tabla, repuntando en los años anteriores.

Por el lado de la tasa pasiva, desde el año 2010 en adelante, es posible observar una fluctuación más estable, presentando pequeñas variaciones entre año y año. Igualmente, a partir de este año, la inflación galopante de dicha economía fue superando las tasas de interés pasivas, volviendo cada vez menos atractivo para el público el ahorro en el sistema bancario.

Tabla 3: Banco Comerciales y Universales.

Tasas de interés anuales promedio ponderadas.

Cobertura Nacional.

(Porcentajes)

Período	Tasa Activa	Tasa Pasiva
1999	33,30	17,70
2000	22,00	13,50
2001	27,70	19,50
2002	33,90	26,10
2003	25,30	14,30
2004	17,90	10,78
2005	16,43	10,45
2006	15,40	9,40
2007	17,33	10,78
2008	23,24	15,68
2009	20,45	15,89
2010	18,16	14,72
2011	17,35	14,52
2012	16,39	14,50
2013	15,69	14,50
2014	17,38	14,66
2015	20,17	15,11
2016	21,53	12,65

Fuente: Banco Central de Venezuela

- Control de precios:

La imposición de control de precios en Venezuela remonta al tiempo de la Segunda Guerra Mundial, donde se temía que la disminución de la oferta de productos internacionales por causa de la guerra, aumentara desenfrenadamente los precios de los bienes nacionales.

A principios del año 2003, como consecuencia del paro empresarial, desatado por el cesamiento de las actividades de PDVSA del año anterior, Abadi A. (2015) señala que en el país existía el miedo al aumento descontrolado de los precios de los bienes debido a la escasez existente persistente. Es por esa razón que el ejecutivo implementa el 11 de febrero de 2003, unos precios máximos a 45 bienes y 7 servicios considerados de primera necesidad de la cesta venezolana.

Es a partir de ese momento, que se tiene el control de precios vigente en el país. A principios de su implementación, de acuerdo al BCV (2004), el mismo resultó efectivo en cuanto a la amortiguación de las presiones inflacionarias provenientes de los bienes, pues los controlados presentaron un menor porcentaje de variación que los bienes no controlados, con 17,9% y 38,4% respectivamente.

Poco a poco, fue posible evidenciar que el control de precios en vez de mantener la inflación controlada como se esperaba, lo que hizo fue acelerar el crecimiento de la

misma de estos productos, acercándose cada vez más a los precios de los bienes no controlados. (Banco Central de Venezuela, 2007)

Posteriormente, en el 2007, se creó la Ley Especial de Defensa Popular contra el Acaparamiento, la Especulación y el Boicot, con la finalidad de evitar cualquier conducta que tuviera repercusiones negativas sobre el consumo de aquellos alimentos o productos sometidos a control de precios. Asimismo, el año 2011, se creó la Ley de Costos y Precios Justos, imponiendo control sobre los precios de otros productos alimenticios y de higiene personal, aumentando progresivamente la escasez de los mismos. (Abadi, 2015)

Por si fuera poco, en el año siguiente la política de control de precios no solo se situó a nivel del consumidor, sino que el Ejecutivo Nacional y la Superintendencia Nacional de Costos y Precios (Sundecop) fijaron precios a escalas de la cadena de comercialización, productor, importador y mayorista. (Banco Central de Venezuela, 2013, pág. 126)

En el 2014, la economía venezolana se encontraba nuevamente en recesión, Abadi (2015) añade que el ejecutivo se tomó la libertad de derogar la Ley mencionada anteriormente para imponer la Ley Orgánica de Precios Justos, donde además de fijar precios por debajo de los costos de producción, se permitiría la aplicación de fiscalizaciones y sanciones masivas a todos aquellos que incurrieran en el acaparamiento, boicot, la especulación y la usura. Progresivamente, dichos controles, al generar efectos contrarios a los esperados por el ejecutivo, además de contribuir a la

inflación y la escasez, han propiciado a la destrucción del aparato productivo nacional, así como también a la creación de un mercado paralelo de productos de primera necesidad.

De esta manera, de acuerdo a lo citado por Archila, (2016), es importante mencionar que:

“La falla del control de precios radica en que se niega a entender la realidad de los mercados debido a que elimina las señales que envía el precio de un producto, de su demanda, costo de producción e incluso calidad, y hace creer que todos los productos son iguales, lo cual es falso. Además, busca controlar la inflación y eso es imposible: ésta se genera por demanda y por costos de producción, es decir que, si mucha gente demanda un producto, los precios van a subir al igual que si se controlan los precios. Cabe destacar que el constante aumento de sueldos, la dependencia de los dólares, y la escasez de materia prima afectan directamente los costos y hace inevitable la subida de los precios”.

1.1.3 Descripción del marco regulatorio desde 1999 hasta el 2016.

Los agentes regulatorios de los mercados bursátiles tienen una disyuntiva, ya que cualquier regulación que implementen para garantizar la solvencia puede a su vez reducir la eficiencia y competencia del mercado de capitales (Garay, 2005, pág. 13). Por lo cual, cualquier modificación en el marco regulatorio afecta al desempeño de dicho mercado.

En Venezuela fue aprobada la primera Ley de Mercado de Capitales en 1973, en la que establecen las normas para la intermediación bursátil, con la finalidad de crear mecanismos para la protección y vigilancia de los agentes que participen en dicho mercado, de acuerdo a lo que señala la Bolsa de Valores de Caracas (2000). En esta ley se contempla la figura de la Comisión Nacional de Valores (CNV), responsable de la supervisión del mercado de capitales. Dicha comisión fue creada en 1974, la cual posee la facultad de promover, vigilar, controlar y supervisar el mercado de valores, a través de su regulación como en las instituciones que en este participen.

En 1999, la CNV dictó un conjunto de reformas y leyes que conformó un marco regulatorio apropiado para la futura entrada a vigencia del Manual de Contabilidad del mercado financiero del año 2000. Entre estas nuevas leyes se encuentran las Normas Relativas a la Transparencia de los Mercados de Capitales, en la cual se instruye a las sociedades emisoras para que fomenten la divulgación de información, haciendo así de

conocimiento público los eventos o hechos que afecten la cotización de valores. En este año, se reformaron también las Normas Relativas a la Inscripción en el Registro Nacional de Valores de las Sociedades de Corretaje de Títulos Valores a las Actividades de las Mismas, con la finalidad de otorgar mayor seguridad a los clientes en el manejo y custodia de los títulos de valores. Igualmente, se aprobó el Reglamento Interno de la Bolsa de Productos e Insumos Agropecuarios de Venezuela (Bolpriaven), luego su inscripción en el Registro Nacional de Valores fue aprobada por CNV.

A su vez, en octubre de 1999 se reformaron las Normas Relativas a la Emisión, Oferta Pública y Negociación de Papeles Comerciales, con el fin de adaptarlas a la nueva ley de Mercado de Capitales del 98.

Según el informe del Banco Central de Venezuela del año 1999: “La reforma de estas normas amplía el marco regulador de estos instrumentos financieros, al incluir aspectos tales como, la constitución de garantías que respalden las emisiones de papeles comerciales, ya sean éstas reales o personales, aprobadas previamente por la CNV para cada emisión. Además, se incorporan aspectos relacionados con los requisitos que deben cumplir tanto las sociedades de corretaje o casas de bolsa y las compañías inversoras para realizar ofertas públicas de papeles comerciales.”

A finales del 99, se reformaron las Normas sobre las Actividades de Intermediación de las Sociedades de Corretaje y de las Casas de Bolsa, con el fin de garantizar que estas sociedades anónimas autorizadas cumplieran con los parámetros establecidos por la CNV para controlar el riesgo de crédito, precio y liquidez. Además,

se estableció que, para realizar las actividades de intermediación, dichas instituciones deberán mantener indicadores de solvencia.

Posteriormente, en el 2010, la CNV pasó a denominarse Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL), de conformidad con lo establecido en la Ley de Mercado de Valores (LMV), Gaceta Oficial N°39.489 del 17/08/2010. La SUNAVAL actúa bajo la supervisión y coordinación del Órgano Superior del Sistema Financiero Nacional².

Ley del Mercado de Valores, deroga la Ley del Mercado de Capitales de 1998. En esta Ley se contempla que los corredores públicos de valores pasaron a ser operadores de valores autorizados por la Superintendencia Nacional de Valores, por lo que deben cumplir con los requisitos establecidos por la SUNAVAL. A su vez, en el artículo número 2, se establece que dichos operadores de valores autorizados no podrán poseer en su cartera títulos de la deuda pública nacional ni ejercer operaciones de correduría.

Precedentemente en el 2015, se dicta El Decreto con Rango, Valor y Fuerza de Ley de Mercado de Valores G.O. Extraordinario N° 6.211 del 30-12-2015, el cual tiene como objetivo regular el mercado de valores. En el presente decreto se le da la facultad al presidente de la República de suspender las operaciones en dicho mercado cuando así lo considere oportuno. A su vez, se incorporan a las pymes (pequeñas y medianas

² Órgano rector encargado de regular, supervisar, controlar y coordinar el funcionamiento de las instituciones integrantes del sistema. Éste se encuentra compuesto por: el ministro del Poder Popular con competencia en materia de finanzas, el presidente del Banco Central de Venezuela y por tres directores.

empresas), a las Sociedades Anónimas de Capital Autorizado (SACA) y a las Sociedades Anónimas con Participación Ciudadana. Igualmente, se retoman las figuras de corredores públicos de valores, casas de bolsas y sociedades de corretaje; conceptos que habían quedado comprendidos bajo la figura de “operadores de valores autorizados” en la derogada Ley del 2010. De acuerdo al artículo 4 de esta nueva Ley, la intermediación incluye nuevamente a los títulos de valores públicos, en donde los agentes tendrán que ser previamente aprobados por la SUNAVAL; esto implica la derogatoria del artículo 2 de la anterior Ley del 2010, conforme a la cual los operadores de valores “no podrán ejercer funciones de correduría de títulos de deuda pública nacional”, y tampoco podrán mantener en cartera tales títulos.

“El doctor Cordero declaró recientemente que actualmente, pese a que en teoría los operadores de valores podrían realizar operaciones con títulos de deuda pública, el permiso requerido para ello aún no ha sido otorgado a ninguna institución del mercado”. (J. Cordero, Comunicación vía telefónica, 25 de octubre de 2017)

Dentro del marco regulatorio del mercado bursátil venezolano es importante mencionar otras leyes como:

- La Ley de la Bolsa Pública de Valores G.O. N° 5.999 del 13-11-2010. En esta ley se crea el Instituto Público Bolsa Pública de Valores Bicentenario, como la institución encargada de realizar las operaciones con valores emitidos por los entes públicos, empresas públicas, las empresas del Estado, las empresas de propiedad social o colectiva, las empresas mixtas, las cajas

de ahorro de los entes públicos, las comunidades organizadas, instituciones autónomas, las empresas privadas, las pequeñas y medianas empresas, la República Bolivariana de Venezuela, con la finalidad de proporcionar adecuada liquidez y financiamiento (artículo 1 de esta Ley).

- La Ley de Caja de valores G.O. N° 36.020 del 13-08-1996, en esta Ley se establece el marco regulatorio de los servicios de depósitos, transferencia, compensación, liquidación y custodia de títulos valores objeto de oferta pública.
- La Ley de Entidades de Inversión Colectiva G.O. N° 36.027 del 28-08-1996, según el artículo 1, esta Ley regula las entidades de inversión colectiva y la oferta pública de sus unidades de inversión. Según el Marco Legal de la Bolsa de Valores de Caracas, dicha ley: “Tiene por objeto general fomentar el desarrollo del mercado de capitales venezolano, a través del diseño y creación de una variedad de entidades de inversión colectiva, para canalizar el ahorro hacia inversión productiva.”

1.1.4 Descripción conductual del mercado bursátil venezolano.

1.1.4.1 Efectos que influyen en el comportamiento de los inversionistas.

Recientes investigaciones han demostrado que el comportamiento de los inversionistas difiere de las teorías de mercados eficientes donde los individuos actúan de manera racional.

“Para construir modelos de utilidad, los economistas hacen suposiciones simplificadoras. Una simplificación común y fructífera es suponer que los agentes son perfectamente racionales. Esta simplificación ha permitido a los economistas a construir modelos potentes para analizar multitud de diferentes problemas económicos y los mercados. Sin embargo, los economistas y los psicólogos han documentado las desviaciones sistemáticas del comportamiento racional en la economía neoclásica estándar. Incorporar conocimientos de la psicología tradicional análisis económico ha generado el campo de la economía del comportamiento, una floreciente área de investigación con impacto significativo sobre muchos subcampos de la economía” (The Royal Swedish Academy of sciences , 2017, pág. 1)

A partir de ello, surgen varias teorías de economía conductual, las cuales buscan explicar este comportamiento en los individuos y grupos, que pareciera alejarse de los postulados de la toma de decisiones del homo economicus. En el caso del mercado de valores venezolano, se pueden destacar algunos sesgos que parecen afectarlo, como el “*efecto manada*” y la “*profecía auto cumplida*”.

- *Efecto manada*: consiste en que los inversionistas compran y venden activos solo porque observan a otros hacerlo (Borensztein & Gelos, 2013). Este comportamiento puede influenciar el precio de los activos, afectando la rentabilidad de estos y su riesgo. Es por ello que se han realizado bajo estudios matemáticos, como es el caso del informe *Efecto Manada en sectores económicos de las bolsas latinoamericanas: Una visión pre y post crisis subprime*, en donde los hallazgos demuestran que este efecto se encuentra en los principales índices de las Bolsas de Valores de los países Colombia, Chile y Perú.(Duarte & Carreno, 2015).

De esta manera, de acuerdo a lo que señalan Oprean C. y Tanasescu C, en muchas ocasiones, los humanos se comportan como los animales, pues se sienten más seguros cuando se encuentran en grupo. En otras palabras, cuando una persona ve que los demás

están haciendo lo mismo, se confirma que la decisión tomada es la correcta. (Oprean & Tanasescu, 2014)

- *Profecía Auto-cumplida*: De acuerdo a lo plantea el investigador Mark Snyder(1992), dicho efecto consiste en la confirmación de las expectativas mediante el siguiente proceso:

- Paso 1: según la variable observada, la persona adopta ciertas creencias sobre ella.
- Paso 2: dicha persona actúa como si las creencias observadas fueran correctas, y trata a la variable como si eso en efecto fuera verdad.
- Paso 3: la variable asimila esos elementos.
- Paso 4: la persona inicial percibe como la variable adopta esos elementos y autoconfianza sus creencias iniciales.

1.1.4.2 Comportamiento de los inversionistas en el mercado bursátil venezolano

Según Garay, (2005) el mercado bursátil venezolano ha quedado a un lado y ha sido tradicionalmente pequeño, debido a la gran influencia del sector petrolero en el

país. A su vez, afirma que si la empresa Petróleos de Venezuela (PDVSA) fuera privada y cotizara en la BVC, esta última sería una de las que tuviera mayor capitalización de mercado en América Latina. Además, señala que en Venezuela siempre ha habido resistencia por parte de las empresas en inscribir sus acciones en la bolsa, ya sea por temor a perder el control de estas o por los requisitos de entregar información al mercado al estar inscrita a la bolsa.

“El profesor Garay recientemente declaró que tratar de medir estos efectos en la Bolsa de Valores de Caracas, es inútil puesto que no hay suficientes volúmenes negociados como para poder realizar un test de estas hipótesis en la bolsa local”. (U.Garay, vía correo electrónico, 23 de septiembre de 2017). Sin embargo, pese a que no es posible replicar dicho estudio cuantitativo, distintas conversaciones con inversionistas y participantes del mercado, han permitido apreciar en Venezuela, algunas de las características de comportamiento de manada descubiertas también en los países vecinos; tales como las jornadas de operaciones ampliamente dominadas por la compra o venta de los títulos, exacerbadas por el sesgo grupal establecido por el sentimiento dominante durante la sesión de operaciones.

Adicionalmente, es posible relacionar el desempeño del mercado bursátil con el efecto de la profecía auto-cumplida. Este se puede evidenciar, cuando los inversionistas piensan o adoptan la creencia de que la Bolsa de Valores de Caracas está muerta o que las operaciones de esta son casi inexistentes, por lo cual los agentes actúan como si en efecto lo estuviera, y no interactúan ni buscan financiamiento través de esta. De esta

forma, la BVC termina para todos los efectos viéndose muy disminuida, ya que el número de inversionistas que recurren a ella disminuyen, llegando a auto-confirmar la creencia inicial de los agentes, de que dicha institución está realmente muerta.

Por otra parte, el mercado de renta fija en Venezuela los últimos años ha estado dominado por las emisiones de deuda pública por parte del gobierno. Como era de esperarse, este nivel de participación del sector público también tiene una incidencia sobre el comportamiento de los agentes. Al tratarse del principal emisor de instrumentos de renta fija a nivel nacional, al no permitirles a los actores del mercado las operaciones con deuda pública nacional, supone un importante inconveniente para los corredores locales. (J. Cordero, Comunicación vía telefónica, 25 de octubre de 2017)

CAPÍTULO II

EVOLUCIÓN DEL MERCADO BURSÁTIL VENEZOLANO 1999-2016

2.1.1 Volúmenes y montos negociados en bolívares en la Bolsa de Valores de Caracas desde 1999 hasta 2016.

El mercado bursátil, al ser un mercado volátil, se ve afectado por distintos factores. Los precios de los activos que lo componen se pueden ver influenciados por causas tanto internas como externas. Las primeras, son aquellas relacionadas propiamente a la actividad de la empresa y su desenvolviendo, como por ejemplo: los reportes de ingresos, adquisidores, fusiones, noticias de la empresa y sus principales competidores. Las segundas, están vinculadas a eventos que afectan directa o indirectamente a dicho mercado, entre los cuales se encuentran: sucesos mundiales, tasas de interés, inflación, tensiones políticas internacionales o propias del país en donde se desarrolle.

En el caso Venezolano, la presente investigación utiliza a la Bolsa de Valores de Caracas (BVC) como proxy del mercado bursátil, describiendo así, su evolución durante el periodo de estudio, tomando en cuenta los factores reseñados en el capítulo anterior.

La Bolsa de Valores de Caracas, presento su auge a principios de los años 90, cuando la economía y la bolsa se abrieron a la inversión extranjera, aumentando significativamente los montos transados en esta. Sin embargo, entre 1994-1995, una crisis financiera afectó en gran medida su desempeño.

Para 1999 es posible evidenciar que la economía venezolana no se había logrado recuperar de las secuelas de la crisis, incluso habiendo experimentando un aumento en los precios de exportación del petróleo. En el contexto internacional los países industrializados presentaron una considerable expansión en sus mercados bursátiles, principalmente debido a los avances de las empresas tecnológicas. No obstante, un aumento progresivo de las tasas de interés en dichos países influenciaron negativamente los sistemas financieros en los países en vía de desarrollo, entre los cuales se encontraba el mercado secundario venezolano.

Los volúmenes y los montos transados en la bolsa ese año, experimentaron una contracción de un 31,6%, según el Informe Económico del BCV (2000). Asimismo, la

imposición del Impuesto al Débito Bancario, ocasionó una fuga de liquidez hacia el mercado de New York a través de los *American Depositary Receipt (ADR's)*³.

En el año siguiente, las emisiones de colocaciones primarias en el mercado de capitales, tanto el mercado de renta variable como de renta fija, produjeron un incremento en el mercado bursátil. Sin embargo, la fusión de algunas instituciones financieras y la adquisición por parte de la compañía americana, *AES Corporation*, de alrededor de un ochenta por ciento de las acciones de la empresa Electricidad de Caracas (EDC), siendo esta una de las compañías que lideraba la BVC, afectaron el desempeño del mercado en el 2001. En consecuencia, se evidenció una ligera tendencia a la baja con la caída de -3,81% del Índice Bursátil de Caracas (IBC)⁴.

Las expectativas de depreciación de la moneda venezolana por parte de los inversionistas, además de las tensiones políticas existentes en el país, causadas por el intento de golpe de estado al fallecido ex presidente Hugo Rafael Chávez Frías en el mes de abril y el inicio del paro petrolero en diciembre, resultaron en una disminución del 44,29% del total de montos negociados para el 2002.

Por otro lado, la emisión de los bonos de la Deuda Pública Nacional en la BVC, conocido como VEBONOS impulsó al mercado de títulos públicos en ese año, dichas

³ “Certificados negociables que se cotizan en uno o más mercados accionarios, diferentes del mercado de origen de la emisión y constituyen la propiedad de un número determinado de acciones”(Fivenca, 2017).

⁴ Promedio aritmético de la capitalización de cada uno de los títulos que los conforman, siendo estos los de mayor capitalización y liquidez negociados en el mercado accionario de la Bolsa de Valores de Caracas. (Bolsa de Valores de Caracas, 2017).

operaciones no se habían realizado desde el primer trimestre del año 2000, de acuerdo a lo señalado por el BCV en su Informe Económico del 2003. Igualmente, se incorporaron unas nuevas unidades de negociación denominadas “La Joyas de la Bolsa”, compuesta por una variedad de carteras de títulos internacionales y nacionales.

Según las declaraciones del “creador” de las Joyas Cangas Agustín, en el informe del Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA): “La motivación para el lanzamiento de las Joyas provino de replicar unos instrumentos existentes en el mercado americano, donde estos a su vez surgieron a raíz de la controversia existente acerca de si los fondos mutuales eran capaces de ganarles al mercado o no...En este caso la ventaja principal consiste en que no se necesitan ni de un manager ni de un *trader*, lo cual hace que los costos administrativos sean inferiores”(Costanzo, Sabatino; Garay, Urbi, 2005). Es importante mencionar que dicha iniciativa no obtuvo los resultados esperados, pues en los años posteriores las operaciones de Joyas fueron prácticamente inexistentes.

En el año 2003, la implementación del control cambiario hizo más llamativa la adquisición de los títulos públicos denominados en moneda local, principalmente VEBONOS y papeles comerciales, ya que los inversionistas encontraron en estos una manera alterna de obtener divisas. Esto se tradujo en un aumento en las transacciones negociadas en la Bolsa de Valores de Carcas, incrementando la Capitalización de mercado y el IBC, a Bs. 10.895 Millones de Bolívares y 22,02 puntos respectivamente, alcanzado así máximos históricos para la BVC.

Un mayor volumen negociado de acciones y ADR's, confirmó la tendencia alcista en el mercado bursátil venezolano, en el 2004, destacando las emisiones de las compañías venezolanas: Mercantil Servicios Financieros, Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela (Cantv) y Electricidad de Caracas. La Capitalización bursátil y el IBC de ese año, experimentaron un aumento de 44,72% y de 36,01% correspondientemente.

El aumento de los ADR's y los títulos privados entre los cuales se incluyen los papeles comerciales, obligaciones, acciones y títulos de participación, ocasionaron una caída anual, en el 2005, de las transacciones de la BVC, mercado local. Los principales índices que miden el desempeño del mercado bursátil demostraron una caída del 31,9% en el IBC y 17,7% en la Capitalización bursátil.

En el 2006, un aumento en las emisiones tanto en el mercado primario como en el secundario por parte de las empresas privadas, impulsó las transacciones realizadas en la BVC, llegando a alcanzar una Capitalización Bursátil de Bs 27.594,10 millones y 52,23 puntos en el IBC.

En el año siguiente, la nacionalización de dos importantes empresas como lo son Cantv y Electricidad de Caracas, originó una contracción en el mercado secundario venezolano, al igual que la reducción de las transacciones de los Vebonos debido al vencimiento de algunos de estos títulos. La salida de los ADR's de la Bolsa de Valores de Caracas, ahondó en la caída del 20,85% en su capitalización y de un 27,44% en el IBC.

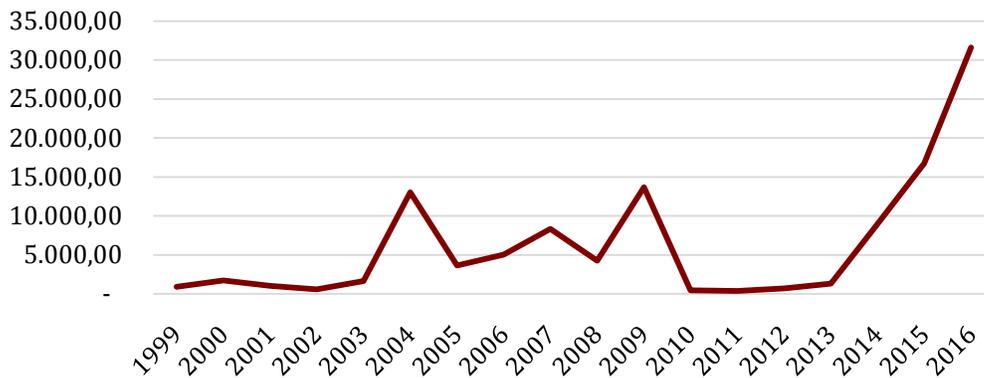
Igualmente, la crisis financiera desatada a mediados del 2007, la cual fue originada en el mercado hipotecario Suprime americano, se extendió a los mercados de valores mundiales, ya que generó desconfianza en los inversionistas al registrar elevadas pérdidas en este sector al paralizar el flujo de créditos. Además, se produjo una caída en el comercio y la actividad económica internacional, reflejándose en los precios del petróleo. Los montos totales negociados del mercado bursátil venezolano, cayeron aproximadamente un 48%, mientras que la capitalización se ubicó en Bs 17.668,49 millones, cifra inferior a la registrada en el año anterior.

A pesar de que la economía mundial continuó bajo los efectos de la crisis financiera y los precios del crudo se vieron disminuidos, el mercado bursátil venezolano se recuperó aumentando los volúmenes de montos negociados en un 222,80%, atribuyendo en gran parte a los elevados niveles de inflación, superiores a los dígitos en la mayoría de los periodos. A su vez, la incorporación por primera vez las negociaciones de Bonos de la mayor empresa petrolera venezolana, PDVSA, contribuyó a los incrementos de dichos montos.

Gráfico 3: Mercado Bursátil venezolano.

Total Montos Negociados

(Millones de Bs)



Fuente: Bolsa de Valores de Caracas.

Para el 2010 los precios de las materias primas tuvieron un mayor desempeño, luego de la crisis del 2008-2009, en particular el precio del petróleo. Esto dio las bases para aplicación de una política fiscal expansiva, que se vio reflejado con una mayor liquidación de divisas por parte de La Comisión de Administración de Divisas (Cadivi), por lo que se determina la creación del Sistema de Transacciones con Títulos en Moneda Extranjera (Sitme) del BCV, el cual sustituye al mercado de compra-venta de títulos públicos, denominados en moneda extranjera.

Consecutivamente, se dio una reforma del marco regulatorio que rige al sistema financiero del país, con la nueva Ley del Mercado de Valores. Para ese año, 11 entidades

financieras bancarias fueron intervenidas, y con respecto al mercado de valores, 35 casas de bolsa y sociedades de corretaje, de las cuales 23 fueron liquidadas. (Banco Central de Venezuela, 2011, pág. 79). A estas, se les culpó de los problemas inflacionarios del país, produciendo una fuerte contracción de la actividad bursátil, destacando así la merma registrada en el total de negociaciones, producto de las restricciones impuestas para transar los títulos de deuda pública. A su vez, se redujo el número de instituciones que operaban y se fundó la Bolsa Pública de Valores Bicentenario (BPVB).

El 2010, representa un quiebre estructural para el mercado de valores venezolano, que incluso 7 años después, aún no ha logrado recuperarse del espectacular desplome en el volumen de operaciones, que como se puede observar en la tabla 4, se redujeron 97,53% en términos reales, tras la agresiva intervención por parte de las autoridades.

Como se muestra en el gráfico 3, a partir del 2011, el mercado secundario se vio afectado por las medidas tomadas en el año precedente, en donde el total de casas de bolsa y sociedades de corretaje fueron suspendidas. A su vez, la desaceleración de las emisiones privadas debido al retiro de acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas (BVC), afectó drásticamente los montos negociados, los cuales percibieron una cantidad de Bs. 349,82 millones. En la misma, la mayoría de las transacciones que se efectuaron fueron bonos. (Banco Central de Venezuela, 2011, págs. 209-212).

Para el año siguiente, las principales entidades que emitían títulos privados eran las financieras, dentro de las cuales se destacan Banco Nacional de Crédito, Banco del

Caribe y Mercantil Servicios Financieros quienes a su vez emitieron títulos de deuda. Asimismo, las transacciones aumentaron un 95,47% con respecto al año precedente y el IBC y la Capitalización bursátil se elevaron 371,81% y Bs. 108.660,94 respectivamente.

A partir del 2013, como se denota en el gráfico 3, es posible observar una leve mejoría en el mercado bursátil, presentando la Capitalización bursátil una variación de 312,77% y el IBC de 480,97%, con respecto al año anterior. Para ese año, la inflación aumentó en un 56%, mostrando que el desempeño de la bolsa fue suficientemente positivo para generar ganancias en términos reales, aun pese al elevado nivel de inflación.

En el 2014, la economía venezolana se encontraba en recesión. Sin embargo, se produjeron efectos adversos en el mercado bursátil con respecto a la economía, pues el total de montos negociados presenció una variación de 601,11%, con respecto al periodo anterior. En términos reales, el aumento fue de 315,99%.

Ahora bien, como fue mencionado en el capítulo anterior, en el 2015 se realizaron variaciones en la legislación del mercado de valores, donde se retomaron las figuras de corredores públicos de valores, casas de bolsas y sociedades de corretaje; hecho que permitió una mayor transacción de títulos, registrándose un total de montos negociados de Bs. 16.738,78 millones, un 87,67% más que el periodo anterior. Igualmente, es importante señalar que en dichas cifras estuvieron impactadas por la aceleración en la inflación, la cual cerró ese año en 180,87% aproximadamente.

Las cifras de los montos negociados registrados en el año 2016 alcanzaron una variación de 88,85 % con respecto al año precedente, llegando a alcanzar los Bs. 31.610.66 millones, de los cuales un 78,81% correspondieron a negociaciones de títulos de renta variable, que representaron un incremento del 49,08% en comparación al año 2015. El IBC aumentó un 117,33% y la capitalización cerró en Bs. 4.310.042,24 millones. La tendencia alcista que se vio durante estos dos años últimos es producto de la inflación y de la rápida depreciación de la moneda, ya que los inversionistas buscaban amortiguar dichas pérdidas utilizando el mercado de valores.

En el cuadro que se presenta a continuación, es posible observar los montos totales negociados y sus variaciones con respecto al año anterior. Además, se procedió a deflactar dichos montos, permitiendo apreciar que los montos negociados en los últimos años no fueron tan significativos en términos reales, principalmente debido a la inflación galopante.

Tabla 4: Total Montos Negociados en términos nominales y constantes.**Año base 2007**

Año	Total Montos Negociados en millones Bs.	Variación %	Total Montos Negociados en términos reales (año base 2007) Millones de Bs.	Variación %
1999	892,17		892,17	
2000	1.703,96	90,99%	1.703,96	90,99%
2001	1.013,84	-40,50%	1.013,84	-40,50%
2002	564,76	-44,29%	564,76	-44,29%
2003	1.622,59	187,30%	1.622,59	187,30%
2004	13.007,66	701,66%	13.007,66	701,66%
2005	3.635,16	-72,05%	3.635,16	-72,05%
2006	5.020,72	38,12%	5.020,72	38,12%
2007	8.306,08	65,44%	8.306,08	65,44%
2008	4.241,62	-48,93%	3.260,53	-60,75%
2009	13.691,85	222,80%	8.363,99	156,52%

Año	Total Montos Negociados en millones Bs.	Variación %	Total Montos Negociados en términos reales (año base 2007) Millones de Bs.	Variación %
2010	430,06	-96,86%	206,56	-97,53%
2011	349,82	-18,66%	131,71	-36,24%
2012	683,80	95,47%	214,42	62,80%
2013	1.272,19	86,05%	255,41	19,11%
2014	8.919,46	601,11%	1.062,47	315,99%
2015	16.738,78	87,67%	709,90	-33,18%
2016	31.610,66	88,85%	214,47	-69,79%

Fuente: Bolsa de Valores de Caracas

Según, Manuel Alonso Rebarada, “Hemos tenido crecimiento en el IB y en los volúmenes transados, sin embargo no es difícil prever que en valores reales, en términos de dólares, ha habido un decrecimiento en los últimos años.” Tal y como se aprecia en la tabla 4, los efectos de los sucesos acontecidos en el 2010 aun marcan al mercado de valores venezolano.

2.1.2 Índice Bursátil Caracas (IBC) Vs Índice Nacional de Precios del Consumidor (INPC):

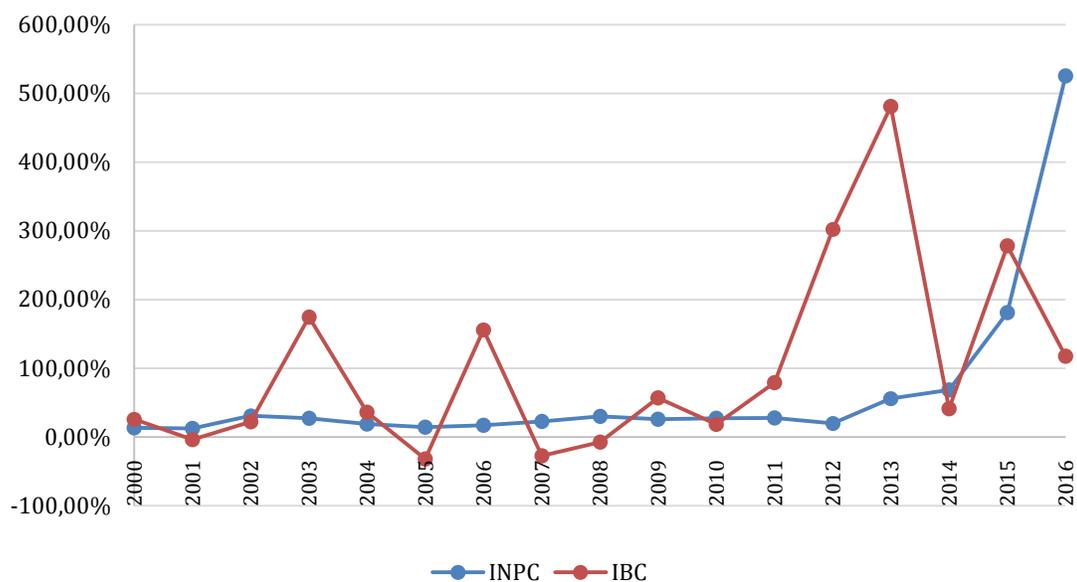
En los últimos años la inflación en Venezuela se ha ido incrementando hasta llegar a cifras superiores a los 500% para el 2016, trayendo consigo una importante depreciación de la moneda en el mercado paralelo y la imposibilidad por parte de los inversionistas al ahorro en moneda local. Ante esta fuerte aceleración en los precios, el gobierno ha impuesto una serie de controles de precios que han ocasionado que las empresas no puedan cubrir sus costos de producción e incurran en cerrar sus operaciones, incrementando así la escasez de productos y originado un mercado paralelo en donde se negocian los productos a precios superiores.

A pesar de ello, la Bolsa de Valores de Caracas se ha ido convirtiendo en uno de los activos de refugio, en donde los inversionistas pueden resguardarse de la profunda pérdida del poder de compra real del bolívar, a través de la compra de acciones de las pocas empresas que en esta cotizan. De acuerdo a lo que señala Rebareda (2016), presidente de la Bolsa de Valores de Caracas, a medida que la inflación aumente los precios de las acciones también lo harán, ya que expresan el patrimonio de las empresas y estas tienen un valor de reposición que se asimila a las tasas de cambio.

Esto se puede observar en la gráfica siguiente, en donde el IBC se ha mantenido significativamente por encima a INPC durante largos periodos de tiempo (2011-2013),

por lo cual se puede afirmar que los inversionistas al entrar a la bolsa pueden protegerse de la inflación. La principal excepción sería en el año 2016, cuando las acciones se quedaron rezagadas frente al avance de la inflación. Sin embargo, han recuperado buena parte del terreno perdido en lo que va del 2017.

Gráfico 4: Inflación Vs. Variación del IBC



Fuente: Bolsa de Valores de Caracas, Banco Central de Venezuela y Econalítica.

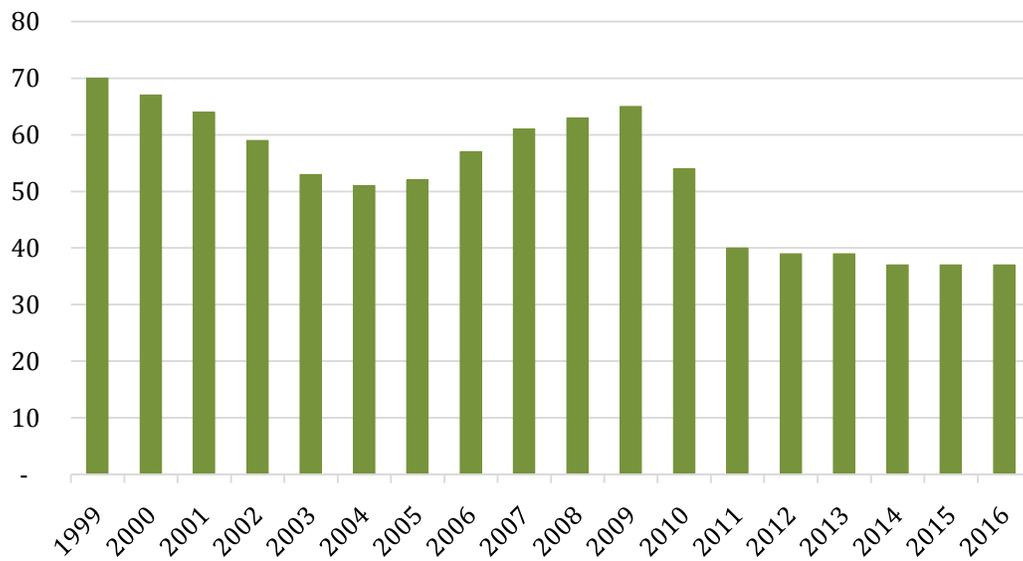
2.1.3 Empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas.

El número de empresas totales inscritas en la BVC ha ido disminuyendo en los últimos años, y del total inscritas solo cotizan algunas. En el 2000, se encontraban registradas 67 compañías y para el 2016 solo quedaron 37 empresas y de la cuales cotizaron solo 11, siendo una reducción de 47,14%.

En el 2010, las empresas registradas en la BVC caen notablemente debido a la liquidación e intervención de 35 casas de bolsa e instituciones financieras por parte de la Comisión Nacional de Valores, quien para ese año pasó a denominarse la SUNAVAL. Luego de este desplome, las empresas no se vieron incentivadas a incorporarse a la bolsa dado el contexto de incertidumbre en los ámbitos económicos, políticos y regulatorios. A partir de este momento, se puede observar el continuo descenso de las empresas registradas y cotizantes en la BVC.

Gráfico 5: Total de empresas inscritas en la Bolsa de Valores de Caracas

(1999-2016)



Fuente: Bolsa de Valores de Caracas.

A continuación, se presentará un cuadro con la lista de empresas incorporadas y desincorporadas de la Bolsa de Valores de Caracas desde el año 2000 hasta el 2016.

**Tabla 5: Resumen de empresas desincorporadas e incorporadas en la Bolsa
de Valores de Caracas
(2001-2016)**

Año	Total de empresas Inscritas	Empresas Desincorporan	Empresas Incorporan
31-12-2001	64	Tabacalera Nacional; Banesco Inmuebles y Valores General de Seguros; Jeantex y Mavesa	Inverunion Banco Comercial (antes eurobanco) y Organización Italcambio
31-12-2002	59	Banco de Caracas; Corporación Industrial Carabobo; Venprecar; Unibanca; Oriente Entidad de Ahorro y Préstamo.	
31-12-2003	53	Seguros La Seguridad; BBO Financiamientos; Seguros la Previsora; Banco Canarias de Venezuela; C.A. Domínguez&Cía. y Banco Occidental de Descuento.	
31-12-2004	51	Seguros PanAmerican; Terminales Maracaibo y Vargas	Banco Canarias de Venezuela Banco Universal
31-12-2005	52	Comunicaciones Telefónicas Comtel	Banco Fondo Común y Banco Nacional de Crédito
31-12-2006	57		Banorte; Bancoro; Occidente Entidad de Inversión Colectiva Inmobiliaria; Econoinvest Capita, S.A. y Domínguez& Cía., S.A

Año	Total de empresas Inscritas	Empresas Desincorporan	Empresas Incorporan
31-12-2007	61		Soltuca, C.A; U21 Casa de Bolsa, C.A; Oriente Enitidad de Inversión Colectiva Inmobiliaria y U21 Servicios Financieros, C.A.
31-12-2008	63		Total Bank C.A Banco Universal y Tornillos Venezolanos S.A.C.A TORVENCA
31-12-2009	65	Soltuca	Fondo del mercado Monetario Avanza S.A, Cargoport Logistics C.A e Inversiones Crecepymes, C.A
31-12-2010	54	BFC Banco Fondo Común, C.A, Banco Universal; Banco Canarias; Banco Confederado; Bannorte; Central Banco Univ; Econoinvest Capital; Fondo del Mercado Monetario Avanza; U21 Casa de Bolsa; Inverunion; Bancoro.	
31-12-2011	40	Vencred S.A; Banesco; HLB; Hotel Tamanaco; Organización Italcambio; Inversiones Tacao; International Briquettes Holding; Venezolano de Crédito; Mantex; S.A; BFC Banco Fondo Común, C.A Banco Universal; La Electricidad de Caracas, Tornillos Venezolanos Torvenc y Banco Activo	
31-12-2012	39	Banco Exterior	

Año	Total de empresas Inscritas	Empresas Desincorporan	Empresas Incorporan
31-12-2013	39	Domínguez & Cía reincorporación	Domínguez & Cía;
31-12-2014	37	Suelopetrol, C.A. SACA; Corp Banca	
31-12-2015	37		
31-12-2016	37		

Fuente: Bolsa de Valores de Caracas.

2.1.4 Factores que afectan al desempeño del mercado bursátil venezolano.

Según Juan Domingo Cordero, director de la casa de bolsa Rendivalores(J. Cordero, Comunicación vía telefónica, 25 de octubre de 2017):

- El mercado bursátil venezolano no ha se desarrollado, ya que los inversionistas no han visto la necesidad de incurrir en dicho mercado para financiar sus grandes proyectos. El Estado ha creado fondos, como el Fondo de Desarrollo de la pequeña y mediana industria, Banco Agrícola, la Corporación Venezolana de Fomento; lo que hace que el empresario venezolano recura a estos fondos para solicitar financiamiento, al ser créditos

muy blandos con intereses muy bajos. A su vez, la banca, ha financiado proyectos de largo plazo que no son propios de ella, al crear sociedades financieras, que pasaron a convertirse en los bancos universales.

- La falta de conocimiento del mercado bursátil en la población venezolana. Y así como, la poca promoción de la Bolsa de Valores de Caracas, para que las empresas se inscriban en ella.
- La falta de interés por parte del Gobierno de desarrollarlo, pues este ha incurrido a su financiamiento a través de las emisiones de bonos de la deuda pública nacional.
- La poca transparencia e inseguridad jurídica existente en este mercado.
- La creación de la bolsa publica, ha dividido el mercado en dos, y al ser este un mercado tan pequeño ha frenado el desarrollo.

CAPÍTULO III

MERCADO BÚRSATIL VENEZOLANO VS MERCADO BÚRSATIL DE COLOMBIA Y PERÚ.

Colombia, Venezuela y Perú presentan una característica en común, los mismos son considerados países en vías de desarrollo. Además, ya que los tres se encuentran en Latinoamérica, y tienen condiciones climáticas, geográficas y culturales parecidas, esto conlleva a que las actividades generadoras de ingresos, así como sus economías, presenten rasgos comunes, lo que permite su comparación.

Tomando en cuenta lo anterior, en el presente capítulo se busca contemplar si dichas similitudes prevalecen en la evolución de los mercados bursátiles y que tan significativos son en relación al PIB.

3.1.1 Breve reseña histórica del mercado bursátil Colombiano

La constitución del mercado de valores colombiano remonta al siglo XX, donde la creciente actividad industrial exigía a los inversionistas acumulaciones de capital para crear nuevas empresas. Para el año 1928, se creó una junta para la consolidación de la Bolsa de Valores de Bogotá, la cual finalmente entró en vigencia el 2 de abril de 1929.

Debido a la depresión económica global existente para la época, los primeros años de la bolsa presentaron poca actividad. Sin embargo, en 1934, se creó la Bolsa de Colombia (BVC), la cual posteriormente se fusionó con la Bolsa de Valores de Bogotá, logrando el mercado bursátil captar mayor importancia.

Colombia, caracterizado por la larga transición de país pobre a país medio, presentó un lento desarrollo de dicho mercado. Igualmente, este desarrollo se vio influido por la volatilidad financiera y cambiaria existente, así como por la falta de un marco regulatorio adecuado. (ANIF, 2008)

Posteriormente, de acuerdo a lo que señala la Bolsa de Valores de Colombia (2009), “a partir de 1953 se presentó un gran y negativo giro en el mercado bursátil nacional, al adoptarse una legislación que gravó las acciones con una doble tributación, imposición tributaria que incentivó la financiación de las empresas por la vía del endeudamiento, en deterioro de la capitalización accionaria”.

En dicho país, la década de los 60 estuvo caracterizada por ser una época de desarrollo industrial y crecimiento económico. Es por ello que el 19 de enero de 1961, surge la Bolsa de Valores de Medellín, ciudad identificada como el centro empresarial de Colombia en el momento. Próximamente, dicha institución permitió la descentralización del mercado de capitales colombiano. (Bolsa de Valores de Colombia, 2009).

Bajo la misma línea de crecimiento bursátil, en marzo de 1983, de acuerdo a la BVC (2009), se inician operaciones en la Bolsa de Valores de Occidente S.A. Dicha institución presentó una evolución significativa debido al progreso dado en esta región colombiana. No obstante, “tener tres mercados de poco tamaño significaba continuar rezagados frente a las demás bolsas del continente, con objetivos comunes que no podrían alcanzarse de continuar cada una por su lado” (Bolsa de Valores de Colombia, 2008). Es por ello que, en el año 2001, las tres bolsas se fusionan, dando lugar a la Bolsa de Valores de Colombia, institución que mantiene su vigencia hoy en día.

3.1.2 Breve reseña histórica del mercado bursátilPerú.

Debido al crecimiento y progreso tecnológico que experimentó Perú entre 1841 y 1857, actividades comerciales fueron desarrolladas, dando lugar a la creación de una Bolsa Comercial en 1857. Posteriormente, luego que el país experimentó casi un siglo de transformaciones industriales y económicas, en 1951, se fundó la Bolsa Comercial de Lima. (Bolsa de Valores de Lima, n.d.).

Para el año 1971, la Bolsa Comercial de Lima pasó a convertirse en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), apoyada de un reglamento para las operaciones. Los primeros años de operación de la bolsa fueron beneficiosos para la economía peruana; sin embargo, las condiciones nacionales decayeron a finales de los 80, pues dicho país se encontraba expuesto al terrorismo, la situación económica estaba deprimida y por su fuera poco, la banca privada y otras compañías financieras fueron estatizadas, trayendo como consecuencia efectos nocivos sobre el mercado de valores. (Aguilar, 1998).

Seguidamente, de acuerdo a lo que señala Aguilar (1998), medidas para solucionar la crisis fueron aplicadas, iniciándose un proceso de liberalización económica e inclusión del Perú en el mercado internacional. Dichas medidas tuvieron resultados alentadores, ya que además de disminuir la hiperinflación y dar paso a nuevas tecnologías en el país, permitieron el repunte de la BVL, consiguiendo entre 1993 y

1994, situarse entre las bolsas más rentables del mundo. (Bolsa de Valores de Lima, n.d.).

Para el año 2006, la BVL obtiene record mundial de rendimiento y unos años más tarde, en el 2011, se creó un mercado en conjunto con Chile y Colombia, conocido como MILA (Mercado Integrado Latinoamericano), donde se permitió la compra y venta de acciones en estas tres instituciones bursátiles a través de un intermediario local. Posteriormente, la bolsa mexicana se sumará a dicho mercado. Adicionalmente, como señala la Bolsa de Valores de Lima, en el 2014, la misma se integra al grupo de las Bolsas Sostenibles del mundo (SSE).

3.1.3 Comparación del mercado bursátil de Venezuela, Colombia y Perú.

Los indicadores que se presentan a continuación permiten contrastar a los 3 países latinoamericanos de manera tal, que sea posible medir la significancia del mercado de valores en dichas economías a través de su desempeño, tomando en cuenta el contexto económico de cada país.

Tabla 6: Cuadro comparativo entre Colombia, Perú y Venezuela.

Años 2003, 2010 y 2016

	Países	Población (habitantes)	PIB (US\$ Mil Millones)	Nro. Empresas Inscritas	Tamaño del mercado de capitales	
2003	Colombia	42.152.151	94.685	110	10,61%	
	Perú	26.937.738	58.731	195	24,05%	
	Venezuela	25.868.523	83.621	59	8,14%*	4,75%**
2010	Colombia	45.918.097	287.018	84	69,81%	
	Perú	29.373.646	147.529	199	70,05%	
	Venezuela	29.028.033	393.191	54	1,66%*	0,513%**
2016	Colombia	48.653.419	282.463	68	36,67%	
	Perú	31.773.839	192.094	217	42,21%	
	Venezuela	31.568.179	140.200	37	307,42%*	0,971%**

Fuente: datos de Colombia: Bloomberg; datos de Perú: Banco Mundial, datos de Venezuela: Bolsa de Valores de Caracas, Banco Central, Torino y cálculos propios. (** Tipo de cambio paralelo y * Tipo de cambio oficial)

El tamaño de un mercado de capitales de un país es la proporción de la capitalización bursátil con respecto al PIB. (Garay, 2005, pág. 14). Como se puede observar en el cuadro anterior, en Venezuela, dicho indicador no ha sido representativo a diferencia de otros países latinoamericanos, entre los cuales se destaca en la investigación a Perú y Colombia. Los resultados de dicha comparación se han visto

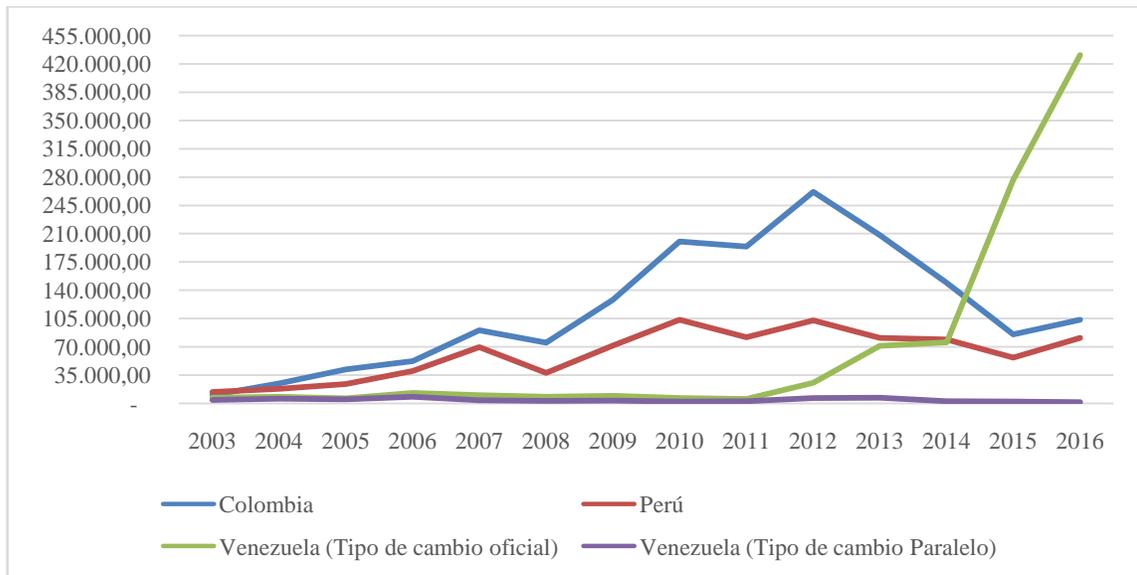
distorsionados, como afirma José Ignacio Guarino “La Bolsa de Valores de Caracas no se puede comparar con la Bolsa de México, la de Lima ni la de Bogotá porque las condiciones que impone el control de cambio ofrece poca competitividad”(Ayala, 2016).

A su vez, es posible destacar que el número de empresas inscritas a lo largo de los años ha sido significativamente menor en la Bolsa de Valores de Caracas, con respecto a la Bolsa de Valores de Colombia y a la Bolsa de Valores de Lima. Asimismo, en la BVC no todas las empresas registradas cotizan títulos, como señala Guarino para el año 2016, de las 37 empresas inscritas solo cotizaron 11.

En el 2016, con tipo de cambio oficial de 10 Bs por dólar, la capitalización de mercado en Venezuela ha sido una de las más grandes en América Latina, ya que ha estado distorsionada por un control de cambio oficial sobrevaluado, que no refleja la realidad económica y desempeño de las empresas registrada en la BVC en los últimos años, como se puede observar en la gráfica siguiente. A su vez, se realizó la comparación de la capitalización bursátil en dicho país con el tipo de cambio paralelo, mostrando como ha venido en declive a lo largo de los años a diferencia de lo sucedido en Colombia y Perú, cuyos mercados, pese a tener una importante volatilidad, han ido desarrollándose conforme se adaptan e integran a los mercados globales, volviéndose una alternativa de financiamiento importante en cada uno de esos países.

Gráfico 6: Capitalización Bursátil

(Millones de USD)



Fuente: Datos de Colombia: Bloomberg; Datos de Perú: Banco Mundial; Datos de Venezuela: Bolsa de Valores de Caracas, Banco Central de Venezuela, RendiValores y cálculos propios.

Los mercados bursátiles colombiano y peruano tuvieron una senda de crecimiento a partir del 2003 hasta el 2006, año en el cual se desaceleró por el aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos, hecho que hizo más atractivo los títulos de dicho país y no a los de los países emergentes. Para estos años en Venezuela se implementaron una serie de controles económicos, incluyendo un control cambiario con un tipo de cambio sobrevaluado, el cual desincentivo la llegada de nuevos inversionistas.

Posteriormente la crisis financiera 2008, tuvo repercusiones negativas sobre los mercados bursátiles produciendo el fenómeno denominado “fly to quality” en el cual: “Los inversores enfrentados al aumento de la incertidumbre desarman posiciones en los mercados emergentes y buscan refugios en plazas consideradas más seguras, típicamente en los Estados Unidos”(Rivera & Sepúlveda).

Del 2010 al 2013 la economía colombiana experimento un crecimiento económico hasta un 6,6%, comportamiento que se vio reflejado en la capitalización bursátil de la Bolsa de Valores de Colombia llegando a máximos históricos a principios del 2013, como es posible evidenciar en la gráfica 5. Dicho crecimiento se desplomó los años siguientes debido a una serie de factores, entre los cuales es posible mencionar: la caída de una de las principales comisionistas de bolsa del país, Interbolsa, la fuga de capitales producto del buen desempeño del mercado americano, el impuesto aplicado a los dividendos de las empresas de Colombia y el aumento progresivo de las tasas de interés en Estados Unidos, en el año 2015, profundizaron dicha fuga. Adicionalmente, la caída de los precios del petróleo afectó al desenvolvimiento de las empresas que cotizaban en la Bolsa colombiana, generando así una disminución de la capitalización. (Valora Inversiones, 2015)

Por otra parte en el 2012, el mercado bursátil peruano presentó un leve descenso en su capitalización, atribuyéndose principalmente a la disminución de los precios de los metales a nivel internacional. Es importante destacar, que el sector minero es uno de los de mayor relevancia en la economía peruana.

Para el 2016, la Bolsa de Valores de Colombia y Perú se encontraba de número 35 y 38 respectivamente, dentro del registro de la capitalización doméstica de las Bolsas de Valores Mundiales, en el cual no Venezuela no se encuentra figurada. Según los datos de la Federación Mundial de Bolsas, es posible afirmar que entre las capitalizaciones latinoamericanas, “la mayor es la de Sao Paulo, que con su índice Bovespa alcanza una capitalización doméstica de US\$ 758 mil millones y se sitúa como la número 18 del mundo. La segunda de la región es la de México (número 26), a la cual le siguen las de Santiago (30), Colombia (35) y Lima (38).”(Desarrollo Peruano, s.f.).

Se puede concluir, que a diferencia de Venezuela, Perú y Colombia, han impulsado y apoyado al sector privado, liberando su economía y se han integrado globalmente, formando parte de la “Alianza del Pacífico” y el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

CAPITULO IV

MODELO DE REGRESIÓN MÚLTIPLE PARA DEMOSTRAR LA RELACIÓN EXISTENTE ENTRE EL MERCADO BÚRSÁTIL VENEZOLANO Y EL CREMIENTO ECONÓMICO

Diversos estudios han demostrado que en otros países, existe una marcada relación entre la estabilidad y fortaleza del mercado de valores con el crecimiento. Entre los cuales se encuentra: “Relationship between economic growth and stock market development” (Nazir, Nawaz, & Gilani, 2010):

“El mercado de bursátil juega un papel esencial en el crecimiento del comercio y la industria, lo que en última instancia afecta en gran medida a la economía del país. Esta es la razón por la que los organismos industriales, los asesores del gobierno e incluso el banco central del país siguen de cerca las actividades de la bolsa. Este trabajo explora la relación entre el desarrollo del mercado bursátil y el crecimiento económico en Pakistán para el período 1986 hasta 2008.”

Es por ello que surge el interés de evaluar cuál ha sido el impacto del mercado bursátil venezolano en el crecimiento económico, durante el periodo de estudio, 1999-

2016, tomando como referencia el estudio realizado por el BCV, denominado “Mercado de capitales y crecimiento económico: caso Venezuela” (Brianto, 2010).

4.1.1 Análisis de Estacionariedad.

Inicialmente, se presenta el cuadro con las variables que explican al modelo:

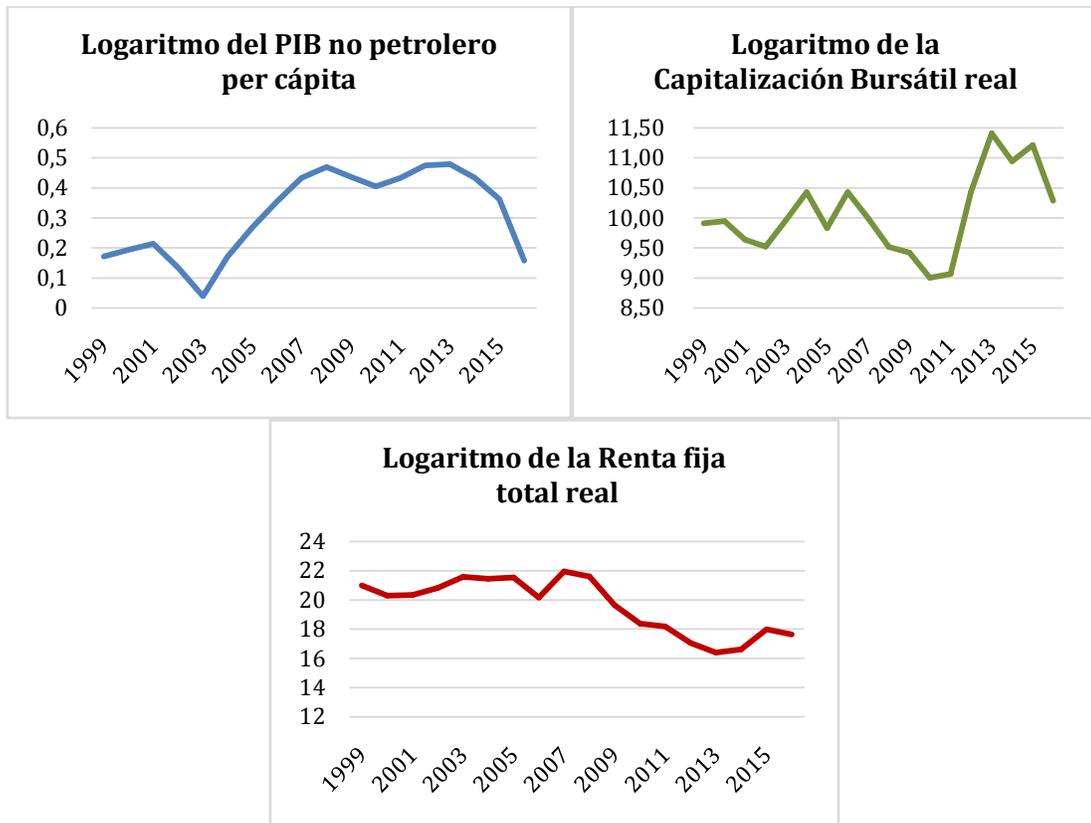
Tabla 7: Variables que explican al modelo

(Venezuela desde 1999 hasta el 2016)

Variable	Descripción	Unidades	Relación
LPIBNPP	Logaritmo del PIB no petrolero real per cápita	Millones de Bs.	Dependiente
LRFTR	Logaritmo de la renta fija total real	Millones de Bs.	Independiente
LCBR	Logaritmo de la capitalización bursátil real	Millones de Bs.	Independiente

Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

Gráfico 7: Variables del Modelo



Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

Es posible mencionar que se le aplicó el logaritmo a las variables expuestas anteriormente, ya que al estar representadas en unidades monetarias, dicha transformación permite suavizar su comportamiento y obtener la elasticidad del impacto.

Para cumplir con el primer requisito de la cointegración, es de conveniencia que todas las variables sean integradas de orden uno; es por ello que se decidió utilizar la Prueba de Raíz Unitaria, en particular la Phillips-Perron⁵, con el objetivo de determinar si las variables eran o no estacionarias mediante su corrección sin la generación de rezagos, que provoca la pérdida de muestra en los análisis.

Tabla 8: Resultado del Análisis de Estacionariedad de las Variables.
(Venezuela desde 1999 hasta el 2016)

Variable	Prueba	Ancho de banda	Variables Exógenas	P-Valor	Decisión
LCBR	Phillips Perron	1	Intercepto	0.3174	No estacionaria
Δ LCBR	Phillips Perron	1	Intercepto	0.0452	Estacionaria al 5%
LRFTR	Phillips Perron	0	Intercepto	0.6248	No estacionaria
Δ RFTR	Phillips Perron	0	Intercepto	0.0023	Estacionaria al 1%

Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

⁵ Phillips-Perron utilizan métodos estadísticos no paramétricos para evitar la correlación serial en los términos de error, sin que añada términos de diferencia rezagadas (Gujarati, p.792).

La variable PIB No Petrolero, Real, Per cápita (LPIBNPP), presenta un inconveniente, pues posee un punto de quiebre en el año 2003, debido a los efectos del paro petrolero. Cuando las variables presentan shocks, las pruebas de raíz unitaria tienden a dar resultados erróneos, afirmando que no son estacionarias (presencia de raíz unitaria) cuando en realidad lo son, conocido como falso positivo; por consiguiente, se utilizó otra prueba conocida como Elliot-Rothenberg-Stock Point- Optimal, permitiendo controlar el shock económico.

**Tabla 9: Resultado del Análisis de Estacionariedad de la variable independiente
PIB no petrolero real per cápita
(Venezuela desde 1999 hasta el 2016)**

Variable	Prueba	Variabes Exógenas	Estadístico	Valor Critico al 5%	Decisión
LPIBNPP	Elliot-Rothenberg-Stock	Intercepto	1.271672	2.97	No estacionaria
Δ LPIBNPP	Elliot-Rothenberg-Stock	Intercepto	5.528509	2.97	Estacionaria al 5%

Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

Por otro lado, a través de la prueba de significancia individual y la prueba de inclusión de variable relevante, fue posible determinar que la variable Índice Bursátil de Caracas (IBVC), no es relevante para explicar el PIB no petrolero, real, per cápita (LPIBNPP) en Venezuela, durante el período de 1999 hasta 2016. Para ello, se llevó a cabo la prueba Prueba Wald⁶, la cual plantea restricciones a los coeficientes.

4.1.2 Análisis de Cointegración

La cointegración se da cuando existe una relación de equilibrio a largo plazo entre las variables de estudio. Si esta no existe, la regresión estimada sería espuria, es decir, que no muestra la verdadera relación existente entre las variables. El método de cointegración utilizado fue el de Engel-Granger de tres etapas.

4.1.2.1 Formulación del Modelo de Largo Plazo

En vista que, durante el período de estudio, desde 1999 hasta 2016, en Venezuela las variables económicas presentan un comportamiento irregular y volátil en

⁶ Estadístico general de prueba para probar hipótesis en una variedad de escenarios econométricos; por lo general, el estadístico de Wald tiene una distribución ji-cuadrada asintótica. Véase (Wooldridge, 2009, págs. 579-580)

comparación a periodos previos, los cuales están caracterizados por presentar una mayor estabilidad, se vio la necesidad de cambiar la formulación del modelo de regresión de estático a dinámico, utilizando así el modelo Autoregresivo de Rezagos Distribuidos (ARDL); ya que el primero no permitía la cointegración entre las variables. La máxima cantidad de rezagos a utilizar por limitaciones de la muestra, además de considerar el tiempo en que los mismos pueden afectar al presente, se determinó el modelo en dos rezagos aplicado a todas las variables.

A continuación, se presenta el modelo en su forma General, ADL(2,2,2):

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \alpha_2 Y_{t-2} + \beta_0 X_{1,t} + \beta_1 X_{1,t-1} + \beta_2 X_{1,t-2} + \delta_0 X_{2,t} + \delta_1 X_{2,t-1} + \delta_2 X_{2,t-2} + U_t$$

Donde,

- Y_t = PIB No Petrolero, Per cápita, Real (LPIBNPPR). Variable dependiente o endógena.
- $X_{1,t}$ = Capitalización Bursátil Real (CBR). Variable independiente o exógena.
- $X_{2,t}$ = Renta Fija Total Real (RFTR). Variable independiente o exógena.
- L= Operador de retardos o rezagos.

- α, β, δ , = Coeficientes de las variables independientes.
- U_t = Perturbaciones.

Utilizando Operador Retardos o Rezagos, se tiene:

$$(1 - \alpha_1 L - \alpha_2 L^2) Y_t = \alpha_0 + (\beta_0 + \beta_1 L + \beta_2 L^2) X_{1,t} + (\delta_0 + \delta_1 L + \delta_2 L^2) X_{2,t}$$

$$\alpha(L) Y_t = \alpha_0 + \beta(L) X_{1,t} + \delta(L) X_{2,t} + U_t$$

Donde,

- $\alpha(L) = (1 - \alpha_1 L - \alpha_2 L^2)$
- $\beta(L) = (1 - \beta_1 L + \beta_2 L^2)$
- $\delta(L) = (1 - \delta_1 L + \delta_2 L^2)$

4.1.2.1.1 Estimación del Modelo de Largo Plazo.

Con el objetivo de que la matriz de covarianza de los modelos de regresión cumpla adecuadamente con el Teorema de Gauss-Markov (perturbaciones

noautocorrelacionadas y homoscedásticas) se utilizó los Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) con error estándar robusto, a través del método Newey-West⁷.

El modelo ADL de la presente investigación fue estimado a través de la estrategia llamada De lo General a lo Particular, planteada por David Hendry (1995). Dicha estrategia consiste en llegar a un modelo simplificado (parsimonioso), eliminando las variables no relevantes a través de la prueba de significancia individual.

A continuación, se presenta el modelo de regresión resultante en su forma simplificada, ADL(1, 2,1):

$$Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{t-1} + \beta_2 X_{1,t-2} + \delta_1 X_{2,t-1} + \partial_1 Z_{1,t} + \partial_2 Z_{2,t} + U_t$$

Donde,

- $Z_{1,t}$ = Variable de control de los efectos del paro petrolero sobre el PIB no petrolero en 2003.
- $Z_{2,t}$ = Tendencia Determinista Lineal para controlar el comportamiento cuadrático presentado en la variable dependiente.
- ∂ = Coeficientes de las variables de control.

⁷ Newey y West (1987b) proponen un estimador de la covarianza que es constante en presencia de Heteroscedasticidad y autocorrelación (HAC) de forma desconocida, bajo el supuesto de que las autocorrelaciones entre observaciones distantes, mueren. (Eviews, 2017)

Utilizando Operador Retardos o Rezagos, se tiene:

$$(1 - \alpha_1 L) Y_t = \alpha_0 + (\beta_2 L^2) X_{1,t} + (\delta_1 L) X_{2,t} + \partial_1 Z_{1,t} + \partial_2 Z_{2,t} + U_t$$

$$\alpha(L) Y_t = \alpha_0 + \beta(L) X_{1,t} + \delta(L) X_{2,t} + \partial_1 Z_{1,t} + \partial_2 Z_{2,t} + U_t$$

Donde,

- $\alpha(L) = (1 - \alpha_1 L)$
- $\beta(L) = \beta_2 L^2$
- $\delta(L) = \delta(L)$

Tabla 10: Estimación del Modelo de Largo Plazo

(Venezuela desde 1999 hasta el 2016)

Variable Dependiente: PIB No Petrolero per cápita

Método: Mínimos Cuadrados

Muestra original: 1999-2016

Modelo de Regresión

Variable	Coefficiente	Error Std.	T-Estadístico	Prob.
C	-0.1406	0.2704	-0.52	0.6144
LPIBNPP (-1)	0.6752	0.1265	5.3391	0.0003***
LRFTR (-1)	0.0335	0.0106	3.1579	0.0102**
LCBR (-2)	-0.0522	0.0107	-4.9012	0.0006***
D2003	-0.1579	0.0211	-7.4786	0
@TREND	0.0133	0.0053	2.502	0.0313

Bondad de Ajuste del Modelo⁸	
Coefficiente de determinación (R^2)	0.90374
R-cuadrado Ajustado (R^2 ajustada):	0.855611

* Significativo al 1%. ** Significativo al 5%. *** Significativo al 10%.

Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

⁸ Describe el grado de ajuste de un conjunto de observaciones. Mientras más cercano a 1 mejor el grado de ajuste del modelo a la variable explicativa.

Tabla 11: Residuos Ruido Blanco

Hipótesis nula: Perturbaciones tienen raíz unitaria

Prueba	Adj. T-Stat	Prob*
Phillips-Perron	-2,9723	0,0058

Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

Se procede a afirmar que las perturbaciones del modelo son White Noise, es decir, estacionarias en nivel. En consecuencia, al cumplirse las dos primeras condiciones del Método de Cointegración de Engel- Granger de tres etapas, es decir, las variables son integradas de orden uno y los residuos integrados de orden cero; es posible afirmar que las variables que forman parte del estudio muestran una relación de equilibrio de largo plazo, en otras palabras, tienen una tendencia común.

4.1.2.1.2 Diagnóstico.

Se revisa si el modelo de regresión cumple con las condiciones del Modelo Clásico de Regresión Lineal (MCRL), para garantizar que las estimaciones de los Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) sean los Mejores Estimadores Linealmente Insesgados (MELI).

Para ello, se verifican los siguientes supuestos:

1. La No Autocorrelación de las perturbaciones.
2. La Varianza de las perturbaciones debe permanecer constante.
(Homoscedasticidad)
3. Las perturbaciones deben distribuirse según una Normal.
4. Las perturbaciones deben ser White Noise.
5. Debe existir una Correcta Especificación del modelo de regresión.
6. La No Multicolinealidad de las variables regresoras.
7. La Estabilidad de los coeficientes del modelo de regresión.

Tabla 12: Diagnóstico del Modelo de largo plazo**(Venezuela desde 1999 hasta el 2016)**

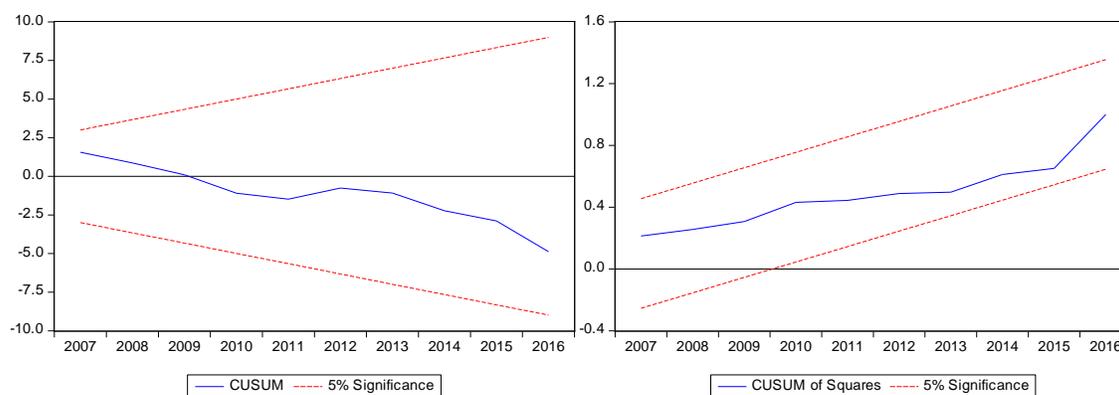
Hipótesis Nula	Prueba	Parámetro	Estadístico	P-valor	Decisión
No autocorrelación de las perturbaciones	Breusch-Godfrey	2 rezagos	Fisher	0,3372	Cumplimiento del supuesto al 5%
No autocorrelación de las perturbaciones	Estadístico Q (correlograma)	12 rezagos	Chi-Cuadrado	0,068	Cumplimiento del supuesto al 5%
Homoscedasticidad	Breusch-Pagan-Godfrey		Fisher	0,6052	Cumplimiento del supuesto al 5%
Homoscedasticidad	White	Sin cruces	Fisher	0,6501	Cumplimiento del supuesto al 5%
Homoscedasticidad	ARCH	1 rezago	Fisher	0,6572	Cumplimiento del supuesto al 5%
Normalidad Perturbaciones	Jarque-Bera		Chi-Cuadrado	0,4764	Cumplimiento del supuesto al 5%
Correcta especificación del modelo	Ramsey RESET	1 término	Fisher	0,0302	Cumplimiento del supuesto al 1%
Perturbaciones No White Noise	Phillps Perron	No intercepto y no tendencia	MacKinnon	0,0058	Cumplimiento del supuesto al 5%

Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

Entre las variables independientes, el coeficiente más elevado arrojado a través de la correlación fue de 0,81, por lo cual, no existe evidencia estadística de problemas de multicolinealidad entre dichas variables.

Por otro lado, como es posible observar en las gráficas a continuación, hay estabilidad de los coeficientes de regresión en el periodo de estudio de 1999 hasta el año 2016, demostrándose a través de la prueba de Cusum⁹.

Gráfico 8: Cusum largo plazo



Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

A través del diagnóstico del Modelo de Largo Plazo, se determinó que las perturbaciones no están autocorrelacionadas, que son homoscedásticas, se distribuyen

⁹La prueba CUSUM (Brown, Durbin y Evans, 1975) se basa en la suma acumulada de los residuos recursivos. La prueba encuentra inestabilidad parámetro si la suma acumulada se va fuera de la zona entre las dos líneas críticas.(Eviews, 25)

según una Normal y son estacionarias en nivel (White Noise). Adicionalmente, el modelo posee correcta especificación y los coeficientes de regresión son estables durante el período de estudio. Por consiguiente, es posible afirmar que los coeficientes de regresión obtenidos son los Mejores Estimadores Linealmente Insesgados (MELI).

Igualmente, todas las variables explicativas del Modelo de Largo Plazo son relevantes de manera conjunta, ya que se obtuvo una buena bondad ajustada de 0,8556.

Todo lo anterior permite afirmar que el modelo de regresión obtenido es estadísticamente robusto y teóricamente coherente.

4.1.2.1.3 Multiplicador de Largo Plazo.

$$\alpha(L)Y_t = \alpha_0 + \beta(L)X_{1,t} + \delta(L)X_{2,t} + \partial_1 Z_{1,t} + \partial_2 Z_{2,t} + U_t$$

$$Y_t = \frac{\alpha_0}{\alpha(L)} + \frac{\beta(L)}{\alpha(L)} X_{1,t} + \frac{\delta(L)}{\alpha(L)} X_{2,t} + \frac{\partial_1(L)}{\alpha(L)} Z_{1,t} + \frac{\partial_2(L)}{\alpha(L)} Z_{2,t} + \frac{1}{\alpha(L)} U_t$$

Al sustituir L por 1, se tiene:

- $mlp(X_{1,t}) = \frac{\beta(1)}{\alpha(1)} = \frac{\beta_2}{1-\alpha_1} = \frac{-0,052}{1-0,6752} = -0,1601$
- $mlp(X_{2,t}) = \frac{\delta(1)}{\alpha(1)} = \frac{\delta_1}{1-\alpha_1} = \frac{0,0335}{1-0,6752} = 0,1031$

4.1.2.1.4 Análisis de Sensibilidad

- X_1 = Por cada 1% que aumente la Capitalización Bursátil Real, el PIB No Petrolero, Per cápita, Real, disminuye en promedio 0,1601% (Elasticidad inelástica); manteniendo constante a la Renta Fija Total Real en el periodo 2001-2016, en Venezuela.
- X_2 = Por cada 1% que aumente la Renta Fija Total Real, el PIB No Petrolero, Per cápita, Real aumenta en promedio 0,1031% (Elasticidad inelástica); manteniendo constante a la Capitalización Bursátil Real en el periodo 2001-2016, en Venezuela.

4.1.2.2 Formulación del Modelo de Corto Plazo.

Anteriormente, se determinó que entre las variables PIB No Petrolero, Per cápita, Real (PIBNPPR), Renta Fija Total Real (RFTR) y Capitalización Bursátil Real (CBR), existe una relación de equilibrio a largo plazo en el período de estudio; sin embargo, en el corto plazo existen desequilibrios que deben ser corregidos de manera que pueda converger al largo plazo.

Para determinar la relación que existe entre el corto y largo plazo se utilizó el Modelo de Corrección del Error según Engel-Granger, el cual se presenta a continuación:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Y_{t-1} + \beta_2 \Delta X_{1,t-2} + \delta_1 \Delta X_{2,t-1} + \gamma U_{t-1} + \partial_1 Z_t + \varepsilon_t$$

Donde,

- U_{t-1} = perturbaciones del Modelo de Largo Plazo rezagado un período, es decir, mecanismo de corrección del error (mce), bajo la condición $\gamma < 0$.
- Z_t = Variable de control de los efectos del paro petrolero sobre la diferencia del PIB No Petrolero, Per cápita, Real (PIBNPPR), en el 2004.
- Δ = Diferencia.

4.1.2.2.1 Estimación del Modelo de Corto Plazo.

Al igual que en el Modelo de Largo Plazo, se utilizó los Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) con error estándar robusto, mediante el método Newey-West para estimar el modelo de regresión.

Tabla 13: Estimación del Modelo de corto plazo

(Venezuela desde 1999 hasta el 2016)

Variable Dependiente: PIB No Petrolero per cápita

Método: Mínimos Cuadrados

Muestra original: 1999-2016

Modelo de Regresión

Variable	Coefficiente	Error Std.	T-Estadístico	Prob.
C	-0.0296	0.018	-1.6821	0.1268
LPIBNPP(-1)	1.2033	0.1575	7.6385	0
LRFTR(-1)	0.0098	0.0118	0.5552	0.5923
LCBR(-2)	-0.7941	0.0227	0.4337	0.6747
ERROR(-1)	0.2717	0.2876	-2.7609	0.0221
D2004	0.0133	0.0356	7.6329	0

Bondad de Ajuste del Modelo	
Coefficiente de determinación (R2)	0.8404
R-cuadrado Ajustado ():	0.7518

Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

Tabla 14: Diagnóstico del Modelo de corto plazo

(Venezuela desde 1999 hasta el 2016)

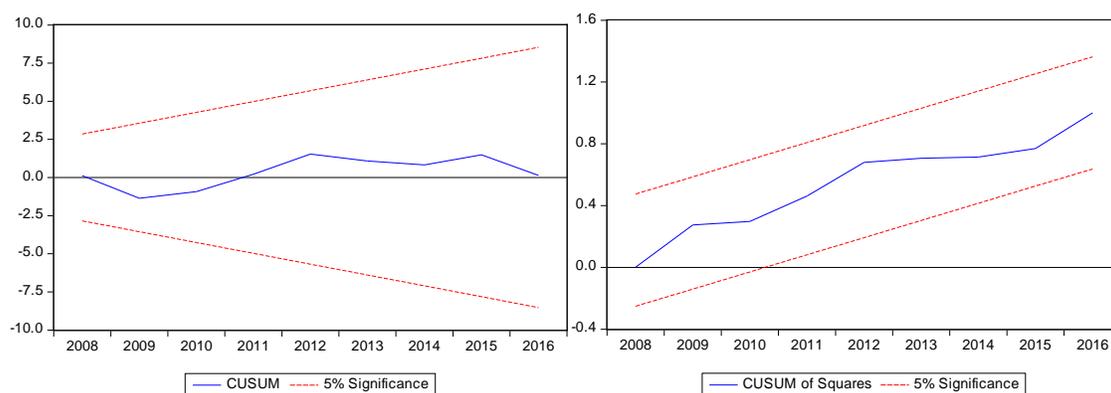
Hipótesis Nula	Prueba	Parámetro	Estadístico	P-valor	Decisión
No autocorrelación de las perturbaciones	Breusch-Godfrey	2 rezagos	Fisher	0,4366	Cumplimiento del supuesto al 5%
No autocorrelación de las perturbaciones	Estadístico Q (correlograma)	12 rezagos	Chi-Cuadrado	0.564	Cumplimiento del supuesto al 5%
Homoscedasticidad	Breusch-Pagan-Godfrey		Fisher	0.8845	Cumplimiento del supuesto al 5%
Homoscedasticidad	White	Sin cruces	Fisher	0.7064	Cumplimiento del supuesto al 5%
Homoscedasticidad	ARCH	1 rezago	Fisher	0.7405	Cumplimiento del supuesto al 5%
Normalidad Perturbaciones	Jarque-Bera		Chi-Cuadrado	0.5858	Cumplimiento del supuesto al 5%
Correcta especificación del modelo	Ramsey RESET	1 término	Fisher	0.2986	Cumplimiento del supuesto al 5%
Perturbaciones No White Noise	Phillps Perron	No intercepto y no tendencia	MacKinnon	0.0033	Cumplimiento del supuesto al 5%

Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

Entre las variables independientes, el coeficiente más elevado arrojado a través de la correlación fue de -0,42, por lo que es posible afirmar que no existe evidencia estadística de problemas de multicolinealidad entre dichas variables.

Asimismo, en las gráficas que se presentan a continuación, es posible advertir que existe estabilidad en los coeficientes de regresión del periodo de estudio desde 1999 hasta el año 2016.

Gráfico 9: Cusum corto plazo



Fuente: Cálculos propios. Programa Eviews

Luego de realizar el diagnóstico del Modelo de Corto Plazo, se comprobó que las perturbaciones no están autocorrelacionadas, que son homoscedásticas, se distribuyen según una Normal y son estacionarias en nivel (White Noise). Además, el modelo posee correcta especificación y los coeficientes de regresión son estables durante el período de

estudio. Por este motivo, es posible afirmar que los coeficientes de regresión obtenidos son MELI.

Igualmente, todas las variables explicativas del Modelo de Corto Plazo son relevantes de manera conjunta, ya que se obtuvo una buena bondad ajustada de 0,7518.

4.1.2.2 Análisis de Sensibilidad en el Modelo de Corto Plazo.

Luego de estimar el modelo de corto plazo, como es posible observar en los anexos, se comprobó que el mecanismo de corrección del error es negativo y significativo individualmente. Por lo tanto, se puede afirmar que existe una relación de equilibrio entre el corto y largo plazo de la variable PIBNo Petrolero Per cápita Real. En otras palabras, en el corto plazo, existen desequilibrios que han sido corregidos para que exista la cointegración.

Interpretación del mce:

γ = Por cada año que pase, la discrepancia existente entre el corto y largo plazo del PIBNo Petrolero Per cápita Real es corregido con una velocidad de 79,41%.

De esta manera, al notar que se cumplieron de manera efectiva las tres etapas del método de cointegración Engel-Granger, se procede a darle validación estadística a todo el análisis de regresión realizado en la presente investigación.

Se logró determinar que existe una relación de equilibrio entre el crecimiento económico y el la Capitalización Bursátil Real y Renta Fija Total Real, por lo cual estas variables influyen efectivamente en el crecimiento económico de Venezuela; Eso sí, considerando que hubo un momento de quiebre en el paro del 2003.

CAPITULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A través del mercado bursátil es posible canalizar el exceso de unidades superavitarias a los recursos deficitarios, facilitando la inversión y el financiamiento de los agentes, tanto en el sector público como en el privado. Estudios recientes demuestran que muchas de las economías latinoamericanas no poseen un mercado bursátil robusto ni eficiente, razón por la cual no gozan de economías desarrolladas.

En esta investigación se ha podido evidenciar que el mercado bursátil venezolano, desde 1999 hasta el año 2016, ha presentado una débil evolución con respecto a otras economías emergentes en Latinoamérica. Esto se pudo comprobar al comparar la Bolsa de Valores de Caracas, con la Colombia y de Lima, en donde, año tras año, la primera se ha visto reducida significativamente.

En nuestro país, el pobre desempeño del mercado de valores en términos reales, se ha visto condicionado por varios factores. Inicialmente, es importante señalar las severas regulaciones impuestas en la economía venezolana, que han repercutido negativamente sobre dicho mercado. El control cambiario implementado desde enero del 2003 provocó el surgimiento de mecanismos alternos para suplir la demanda de divisas,

entre los cuales se encuentran la aparición de un mercado paralelo. En la primera etapa de este control, los inversionistas consiguieron en la Bolsa de Valores de Caracas una forma de adquirir divisas a través de los ADR's de las empresas CANTV y Electricidad de Caracas, impulsando así los precios de las acciones de estas compañías y al Índice Bursátil de Caracas. Esto acabó, a finales del 2006, cuando la Comisión Nacional de Valores suspendió las cotizaciones de las acciones de dichas empresas luego de que estas fueran nacionalizadas.

A pesar de que dicho control impulsó por un momento determinado a la Bolsa de Caracas, las consecuencias de no tener una economía abierta con un tipo de cambio flexible han frenado su desarrollo. Además, los controles de precios no han permitido a los empresarios desenvolverse de manera eficiente, pues dichos controles limitan sus actividades al no poder cubrir sus costos, siendo una desmotivación para estos y para nuevos inversionistas, tanto extranjeros como nacionales.

A su vez, la creación de fondos por parte del estado y el financiamiento de grandes proyectos por parte de la banca, han desincentivado a los inversionistas a recurrir al mercado bursátil, pues han encontrado en los anteriores, una forma de financiarse con intereses bajos.

Todo esto se ve condicionado por la falta de transparencia existente en el mercado, así como la falta de confianza, que es la base fundamental para el desarrollo de un mercado financiero. Es por ello que se necesita incluir en el mismo un marco regulatorio que incentive y de los estímulos necesarios para atraer a los inversionistas,

tanto nacionales como internacionales. Para lograrlo, es necesario acudir a una apertura económica a través de la eliminación de los controles impuestos a la economía, y brindar mayor confianza y seguridad jurídica a los inversionistas, mediante la supervisión de los intermediarios y los funcionarios que en este mercado participan.

Asimismo, se ha podido observar que las acciones del mercado bursátil pueden servir como un activo de refugio en donde los inversionistas protegen su capital de la inflación. Además, a través de éste, se recoge la liquidez monetaria, siendo así una buena fuente para financiar a la producción y actividades económicas.

Otra medida a tomar para fomentar el mercado bursátil venezolano consiste en la inclusión de las pequeñas y medianas empresas, ya que los instrumentos que éstas emiten, suelen tener mayores rendimientos que las empresas ya maduras y con tasas de crecimiento limitadas, siendo éstas últimas las predominantes en la bolsa actual. A su vez, la introducción de pequeños y medianos inversionistas al mercado bursátil, permitiría captar grandes masas de capitales que han permanecido inmóviles en la economía venezolana.

Igualmente, es importante señalar la falta de cultura bursátil existente en la población venezolana. Es por ello que es necesario implementar un sistema educativo en donde se les explique a los inversionistas la capacidad de ahorro y financiamiento a largo plazo que pueden alcanzar al incurrir en dicho mercado; siendo este uno de los labores primordiales de la Bolsa de Valores de Caracas para así atraer un mayor número de empresas. Por supuesto, el ahorro es imposible en las condiciones actuales de elevada

inflación, por lo que el control de esta variable tendría que ser prioridad a la hora de fomentar el mercado de valores.

Ahora bien, como se ha señalado a lo largo de la investigación, el desarrollo de los mercados de bursátiles, al generar una mayor rentabilidad del ahorro y la inversión, producen beneficios que se extienden a lo largo de la economía; por lo que se procede a afirmar que existe una importante relación entre la estabilidad y fortaleza del mercado de valores con el crecimiento económico. Es por ello que se realizó un modelo econométrico dinámico para comprobar la influencia del mercado bursátil en el crecimiento económico venezolano, en el cual se obtuvieron los siguientes resultados:

Inicialmente, se logró determinar que existe una relación de equilibrio entre el crecimiento económico y las variables independientes, Logaritmo de la Capitalización Bursátil Real y Logaritmo de la Renta Fija Total Real (CBR y RFTR, respectivamente); por lo cual estas influyen efectivamente en el crecimiento económico de Venezuela, durante el periodo de 1999 hasta 2016.

La variable RFTR, afecta de manera positiva al crecimiento económico, mientras que la CBR afecta de manera negativa. El efecto de la primera estaría relacionado a la canalización de la inversión por parte del gobierno para financiar el gasto público. El efecto de la capitalización bursátil (CBR) resultó contraria a lo esperado, debido al reducido tamaño del mercado de valores venezolano en términos reales y la limitada liquidez del mismo. Igualmente, el efecto que ha tenido la caída en el número de empresas inscritas en la BVC en los últimos años, ha reducido el cálculo de la

capitalización, ya que los inversionistas han migrado a otras fuentes de financiamiento. Para que el efecto resulte positivo, es necesario un contexto de estabilidad macroeconómica y bolsas más desarrolladas que garanticen la sostenibilidad entre el mercado de capitales y el crecimiento económico.

Por otro lado, la variable IBC no resultó relevante para la realización del modelo, ya que la misma presenta inconsistencias en sus cálculos debido a los cambios realizados en su metodología, hecho que puede traer consecuencias estadísticas.

De esta manera, es posible concluir que aunque de momento, el mercado de valores no se aprovecha al máximo en Venezuela, si representa una oportunidad a ser explotada en el futuro. Se considera que la reactivación de este mercado no es una tarea sencilla y es necesario realizar cambios a niveles económicos, regulatorios y culturales para poder impulsarlo.

BIBLIOGRAFÍA

- Abadi, A. (11 de febrero de 2015). *¿Qué ha pasado en 12 años de control de precios?; por Anabella Abadi y Carlos García Soto*. Recuperado el 07 de octubre de 2017, de Prodavinci: <http://prodavinci.com/blogs/que-ha-pasado-en-12-anos-de-control-de-precios-una-reflexion-desde-2003-hasta-2015-por-anabella-abadi-y-carlos-garcia-soto/>
- Aguilar, A. R. (julio de 1998). *Incae*. Recuperado el 17 de octubre de 2017, de El Mercado de Capitales en Perú Después de la Reforma Económica : <http://www.incae.edu/es/clacds/publicaciones/pdf/cen111.pdf>
- ANIF. (Diciembre de 2008). *anif*. Recuperado el 14 de octubre de 2017, de Mercado de Capitales en Colombia: Diagnostico y Perspectivas de su Marco Regulatorio: http://anif.co/sites/default/files/uploads/BMundialmercadodecapitales09_0.pdf
- Archila, D. P. (29 de noviembre de 2016). *Prolongación de control de precios retardará recuperación económica*. Recuperado el 08 de octubre de 2017, de Uma : <http://uma.edu.ve/periodico/2016/11/29/prolongacion-control-precios-retardara-recuperacion-economica/>
- Ayala, I. (12 de diciembre de 2016). *El Universal*. Obtenido de Estiman que un mercado de valores sano es vital para motorizar la economía: http://www.eluniversal.com/noticias/economia/estiman-que-mercado-valores-sano-vital-para-motorizar-economia_630929
- Banco Central de Venezuela . (2004). *Informe Economico 2003*. Recuperado el 04 de octubre de 2017, de Banco Central de Venezuela: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/INFORME2003.pdf>

Banco Central de Venezuela . (2005). *Informe Económico 2004*. Recuperado el 05 de octubre de 2017, de Banco Central de Venezuela : <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infoeco2004.pdf>

Banco Central de Venezuela . (2013). *Informe económico 2012*.

Banco Central de Venezuela. (2000). *Informe Económico 1999*. Obtenido de <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infeco99.pdf>

Banco Central de venezuela. (2000). *Informe Económico 2000*. Caracas.

Banco Central de venezuela. (2001). *Informe Económico 2000*. Obtenido de <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infeco00.pdf>

Banco Central de Venezuela. (2001). *Informe Económico 2001*. Recuperado el 01 de octubre de 2017, de Banco Central de Venezuela: <http://www.bcv.org.ve/webpublica/infoecos/2001/inicio.htm>

Banco Central de Venezuela. (2003). *Informe Económico 2002*. Recuperado el 02 de octubre de 2017, de Banco Central de Venezuela: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infeco02.pdf>

Banco Central de Venezuela. (2007). *Informe Económico 2006*. Recuperado el 5 de octubre de 2017, de Banco Central de Venezuela: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infoeco2006.pdf>

Banco Central de Venezuela. (2008). *Informe Económico 2007*. Recuperado el 08 de octubre de 2017, de Banco Central de Venezuela: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/infoeco2007.pdf>

Banco Central de Venezuela. (2011). *Informe Económico 2010*.

Banco Central de Venezuela. (2012). *Informe Económico 2011*.

- Bolsa de Valores de Caracas. (1997). *Informe Anual del Mercado Bursatil de 1997*. Caracas.
- Bolsa de Valores de Caracas. (14 de 9 de 2017). *Bolsa de Valores de Caracas*. Obtenido de Historia : <http://www.bolsadecaracas.com/esp/indexF.jsp>
- Bolsa de Valores de Colombia. (2008). *Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el 15 de octubre de 2017, de 80 años del mercado de Valores en Colombia : https://www.bvc.com.co/recursos/Files/Acerca_de_la_BVC/Ochenta_Anos_Mercado_de_Valores.pdf
- Bolsa de Valores de Colombia. (02 de septiembre de 2009). *Bolsa de Valores de Colombia*. Recuperado el 14 de octubre de 2017, de Historia de la BVC: <http://bolsadevaloresdecolombia.blogspot.com/2009/09/historia-de-la-bvc.html>
- Bolsa de Valores de Lima. (s.f.). *Bolsa de Valores de Lima*. Recuperado el 17 de octubre de 2017, de Línea de tiempo: <https://www.bvl.com.pe/linea-de-tiempo>
- Bolsa Pública de Valores Bicentenario apoyará a los pequeños inversionistas venezolanos*. (31 de Enero de 2011). Recuperado el 24 de junio de 2017, de avn: <http://m.avn.info.ve/contenido/bolsa-pública-valores-bicentenario-apoyará-pequeños-inversionistas-venezolanos>
- Borensztein, E. R., & Gelos, R. G. (2013). *Leaders and Followers: Emerging market fund behavior during tranquil and turbulent times*.
- Boubakari, A. (Diciembre de 2010). The Role of Stock Market Development in Economic Growth Evidence. *International Journal of Financial Research*. Shanghai , China: Shanghai University of Finance and Economics.
- Brianto, M. (Junio de 2010). Mercado de capitales y crecimiento económico: caso Venezuela. *Paper*. Caracas, Venezuela: Serie Documentos de Trabajo, Genencia de Investigaciones Económicas.

- Cavenal AHK. (2016). *Cámara de Comercio e Industria Venezolana-Alemana*.
Obtenido de Historia del control cambiario:
http://venezuela.ahk.de/fileadmin/ahk_venezuela/Dokumente/Cencoex/CRONOLOGIA_SISTEMA_CAMBIARIO_2016.pdf
- Chirinos, C. (14 de octubre de 2008). *BBC Mundo* . Recuperado el 2 de septiembre de 2017, de Cuando la banca venezolana colapsó:
http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/business/newsid_7670000/7670117.stm
- Comisión Nacional de Valores. (2009). *Informe Anual 2009*. Recuperado el 10 de octubre de 2017, de Sunaval .
- Contreras, M. B. (junio de 2010). Mercado de capitales y crecimiento económico: Caso Venezuela. Caracas, Venezuela. Recuperado el 20 de mayo de 2017, de BCv.
- Costanzo, Sabatino; Garay, Urbi. (2005). *Las Joyas de la Bolsa de Valores de Caracas*. Caracas: IESA.
- Dapena, J. P. (2007). ROL DEL MERCADO DE CAPITALS EN EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMIA: LITERATURA Y EVIDENCIA PARA ARGENTINA. *UNIVERSIDAD DEL CEMA – FUNDACION BOLSA DE COMERCIO DE BUENOS AIRES*. Buenos Aires, Argentina.
- Desarrollo Peruano*. (s.f.). Obtenido de El Perú en el Mundo: Capitalización Bursátil 2016: <http://desarrolloperuano.blogspot.com/2017/03/el-peru-en-el-mundo-capitalizacion.html>
- Duarte, J. B., & Carreno, L. D. (2015). *Efecto Manada en sectores economicos de las bolsas latinoamericanas, una vision pre y post crisis subprime*. Colombia.
- Duca, G. (2007). The Relationship between the Stock Market and the economy: experience from international financial markets. *Bank of Valletta Review*.

- Eviews . (25 de Octubre de 2017). *Eviews*. Obtenido de Uses Guide: Robust Standard Errors: http://www.eviews.com/help/helpintro.html#page/content/Regress2-Robust_Standard_Errors.html
- Eviews. (2017 de Octubre de 25). *Eviews*. Obtenido de Recursive Residuals: http://www.eviews.com/help/helpintro.html#page/content%2Ftesting-Stability_Diagnostics.html
- Fija, Q. d. (2002). *Guia Informativa CNMV*. Recuperado el 22 de junio de 2017, de Comision Nacional del Mercado de Valores : http://www.bmerf.es/docs/esp/Documentos/guia_rentafija%20CNMV.pdf
- Fivenca. (2017). *Fivenca*. Obtenido de Educación Financiera: http://www.fivenca.com/?l=casa_de_bolsa&id=7&seccion=educacion
- Garay, U. (2005). *Los mercados de capitales con aplicaciones al mercado venezolano*. Caracas, Venezuela: IESA.
- Garay, U. (6 de Mayo de 2016). La relación entre mercado de valores, desigualdad y pobreza. (M. F. Sojo, Entrevistador)
- Gujarati, & Porter. (2010). *Econometría*. México DF: Mc Graw Hill.
- Gurley, J. G., Shaw, E.S. (1955). *Financial Aspects of Economic Development*. American Economic Review.
- Guzmán, E. P. (s.f). *Banco Latino*. Recuperado el 2 de septiembre de 2017, de Juicios: las denuncias y juicios contra los funcionarios publicos: <http://www.bancolatino-venezuela.info/enlace-juicio-denunciasyjuicios1.html>
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, P. (2010). *Metodología de la investigación* . México D.F: McGRAW-HILL / INTERAMERICANA EDITORES, S.A. DE C.V.

II, J. D. (Junio de 2013). *MACROECONOMIC FACTORS THAT INFLUENCE STOCK MARKET DEVELOPMENT IN NIGERIA*. Obtenido de https://www.researchgate.net/publication/267694631_MACROECONOMIC_FACTORS_THAT_INFLUENCE_STOCK_MARKET_DEVELOPMENT_IN_NIGERIA

Johnson, T. E. (1983). *Investment Principles*. New Jersey: Printice - Hall, Inc.

Juan R. Cuadrado; Tomás Mancha; José E. Villena; Javier Casares; Miguel González; José Marín; María Luisa Peinado. (2006). *POLÍTICA ECONÓMICA. Objetivos e Instrumentos*. Madrid: McGRAW-HILL.

Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. United Kingdom: Palgrave Macmillan.

Lawrence J. Gitman, M. J. (2009). *Fundamentals of investing*. (M. A. Carrion, Trad.) Arizona: PEARSON Educacion .

Levine, R. (Junio de 1997). Desarrollo financiero y crecimiento económico : Enfoques y temario. Virginia, United States: JOURNAL OF ECONOMIC LITERATURE.

Levine, R., & Zervos, S. (1998). *Stock Markets, Banks, and Economic Growth* (Vol. 88). UNited States: World Bank American Economic Review.

Lira, B. (4 de Enero de 2014). *Prodavinci*. Obtenido de ¿Qué tan alto es 56,1%? La inflación en Venezuela versus el mundo, por Bárbara Lira: <http://prodavinci.com/2014/01/04/economia-y-negocios/que-tan-alto-es-561-la-inflacion-en-venezuela-versus-el-mundo-por-barbara-lira/>

López, M., & Franco, L. (1 de Febrero de 2014). *La institución conmemoró tres años de operaciones/Más de 160 personas han invertido sus ahorros en la bolsa pública*. Recuperado el 24 de junio de 2017, de Correo del Orinoco :

<http://www.correodelorinoco.gob.ve/mas-160-personas-han-invertido-sus-ahorros-bolsa-publica/>

Martín, M. Á. (abril de 2009). *Economía y Sociedad*, CIES. Obtenido de Balance del sistema financiero peruano 2008: <http://www.lifien.com/download/balance2008.pdf>

Martín, M. Á. (s.f.). Crecimiento Economico . *Paper*. ICE.

Masoud, N. M. (2013). The impact is Stock Market Performance upon Economic Growth. *International Journal of Economics and Financial Issues* . Jordan: Department of Banking and Finance, College of Economics and Business, Al-zaytoonah University of Jordan.

Montoya, J. D. (2012). *Actividades económicas* . Recuperado el 19 de octubre de 2017, de Actividades económicas de Colombia: <http://www.actividadeseconomicas.org/2012/03/principales-actividades-economicas-de.html>

Montoya, J. D. (2017). *Actividades económicas*. Recuperado el 19 de octubre de 2017, de Actividades económicas de Perú: <http://www.actividadeseconomicas.org/2017/07/actividades-economicas-de-peru.html>

Moreno, M. (1997). *Venezuela: Déficit fiscal e inflación*. Caracas: EVE-FACES.

Nazir, M. S., Nawaz, M. M., & Gilani, U. J. (Diciembre de 2010). Relationship between economic growth and stock market development . *Afrincan Journal of Business Management* . African.

North, D. (1981). *Structure and Change in Economic History*. New York: W.W.

Oprean, C., & Tanasescu, C. (diciembre de 2014). *ResaerchGate*. Recuperado el 24 de octubre de 2017, de Effects of Behavioural Finance on Emerging Capital

Markets :
https://www.researchgate.net/publication/275541075_Effects_of_Behavioural_Finance_on_Emerging_Capital_Markets

Organization of the Petroleum Exporting Countries. (2003). *OPEP*. Obtenido de OPEP Annual Report 2002: http://www.opec.org/opec_web/static_files_project/media/downloads/publications/AR002002.pdf

Rebareda, M. A. (30 de Octubre de 2016). La Bolsa de Valores está abierta al ingreso de Pdvsa. (M. León, Entrevistador) Obtenido de La Bolsa de Valores está abierta al ingreso de Pdvsa: http://www.eluniversal.com/noticias/economia/bolsa-valores-esta-abierta-ingreso-pdvsa_624813

Ricci, V. M. (Junio de 2007). Análisis del mercado accionario venezolano como una alternativa de inversión competitiva (1997-2006). *Trabajo de Grado*. Caracas, Venezuela.

Rivera, M., & Sepúlveda, A. (s.f.). *Konradlorenz*. Obtenido de Comportamiento Bursátil en Colombia durante la crisis financiera del 2008: http://www.konradlorenz.edu.co/images/publicaciones/suma_negocios_working_papers/2011-v1-n2/05-crisis-2008.pdf

Robert G. King; Ross Levine. (1993). *Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and Evidence*. Journal of Monetary Economics.

Sabatino Costanzo; Urbi Garay. (2005). *Las Joyas de la Bolsa de Valores de Caracas*. Ediciones IESA.

Salmerón, V. (15 de junio de 2017). *Prodavinci*. Obtenido de ¿Por qué se acelerará la inflación en Venezuela?: <http://prodavinci.com/blogs/por-que-se-acelerara-la-inflacion-en-venezuela-por-victor-salmeron/>

- Sanchez, F. (26 de Enero de 2011). *Noticias 24*. Recuperado el 22 de junio de 2017, de A partir del lunes funcionará la Bolsa Pública de Valores Bicentenario: <http://www.noticias24.com/actualidad/noticia/194696/a-partir-del-lunes-funcionara-la-bolsa-publica-de-valores-bicentenario-para-apoyar-a-pequenos-inversionistas/>
- Smith, A. (1776). *The Wealth of Nations*. Scotland: W. Strahan and T. Cadell, London.
- Snyder, M. (1992). *ScienceDirect*. Obtenido de Motivational Foundations of Behavioral Confirmation: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0065260108602828?via%3Dihub>
- The Royal Swedish Academy of sciences . (9 de octubre de 2017). *RICHARD H. THALER: INTEGRATING ECONOMICS WITH PSYCHOLOGY*. Obtenido de https://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2017/advanced-economicsciences2017.pdf
- Valora Inversiones. (18 de marzo de 2015). *Dinero*. Obtenido de Capitalización bursátil perdió \$128 billones en dos años ¿Hay oportunidad?: <http://www.dinero.com/inversionistas/articulo/caida-capitalizacion-bursatil-bvc-2012-2014/206902>
- Vera, L. V., & González, R. A. (1997). *Quiebras Bancarias y Crisis Financieras en Venezuela: una perspectiva macroeconomica*. Recuperado el 03 de septiembre de 2017, de Premio Ernesto Peltzer 1997: <http://www.bcv.org.ve/Upload/Publicaciones/quiebras.pdf>
- Zambrano, L., Vivancos, F., & Lattanzi, R. (1988). *Sistema financiero, mercado de capitales y mercado bursátil en Venezuela*. Caracas: Bolsa de Valores de Caracas.

ANEXOS

Anexo 1: Análisis de Estacionariedad.Prueba Phillips-Perron

Variable logaritmo de renta fija total real (LRFTR)

Level

Null Hypothesis: LRTFTR has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.254798	0.6248
Test critical values:		
1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 17

Residual variance (no correction)	1.774393
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.774393

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LRTFTR)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/17 Time: 09:11
 Sample (adjusted): 2000 2016
 Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LRTFTR(-1)	-0.192041	0.153046	-1.254798	0.2288
C	3.540299	2.998897	1.180533	0.2562
R-squared	0.094996	Mean dependent var		-0.197882
Adjusted R-squared	0.034663	S.D. dependent var		1.443325
S.E. of regression	1.418090	Akaike info criterion		3.646629
Sum squared resid	30.16467	Schwarz criterion		3.744654
Log likelihood	-28.99635	Hannan-Quinn criter.		3.656373
F-statistic	1.574519	Durbin-Watson stat		2.030561
Prob(F-statistic)	0.228751			

Anexo 2: Análisis de Estacionariedad. Prueba Phillips-Perron

Variable logaritmo de renta fija total real (LRFTR)

Primera diferencia

Null Hypothesis: D(LRFTR) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.703251	0.0023
Test critical values:		
1% level	-3.920350	
5% level	-3.065585	
10% level	-2.673459	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 16

Residual variance (no correction)	1.710940
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.710940

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LRFTR,2)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/17 Time: 09:11
 Sample (adjusted): 2001 2016
 Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LRFTR(-1))	-1.568229	0.333435	-4.703251	0.0003
C	-0.415106	0.378925	-1.095483	0.2918
R-squared	0.612409	Mean dependent var		0.272509
Adjusted R-squared	0.584724	S.D. dependent var		2.169927
S.E. of regression	1.398342	Akaike info criterion		3.624920
Sum squared resid	27.37504	Schwarz criterion		3.721494
Log likelihood	-26.99936	Hannan-Quinn criter.		3.629865
F-statistic	22.12057	Durbin-Watson stat		1.748350
Prob(F-statistic)	0.000339			

Anexo 3: Análisis de Estacionariedad.Prueba Phillips-Perron

Variable logaritmo de la Capitalización Bursátil real (LCBR)

Level

Null Hypothesis: LCBR has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.916731	0.3174
Test critical values:		
1% level	-3.886751	
5% level	-3.052169	
10% level	-2.666593	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 17

Residual variance (no correction)	0.260253
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.313883

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LCBR)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/17 Time: 09:10
 Sample (adjusted): 2000 2016
 Included observations: 17 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LCBR(-1)	-0.351735	0.197624	-1.779822	0.0954
C	3.547725	1.985281	1.787014	0.0942
R-squared	0.174362	Mean dependent var		0.022064
Adjusted R-squared	0.119319	S.D. dependent var		0.578719
S.E. of regression	0.543097	Akaike info criterion		1.727072
Sum squared resid	4.424307	Schwarz criterion		1.825097
Log likelihood	-12.68011	Hannan-Quinn criter.		1.736815
F-statistic	3.167765	Durbin-Watson stat		1.523877
Prob(F-statistic)	0.095368			

Anexo 4: Análisis de Estacionariedad. Prueba Phillips-Perron

Variable logaritmo de la Capitalización Bursátil real (LCBR)

Primera diferencia

Null Hypothesis: D(LCBR) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.121215	0.0452
Test critical values:		
1% level	-3.920350	
5% level	-3.065585	
10% level	-2.673459	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 16

Residual variance (no correction)	0.332935
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.336685

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LCBR,2)
 Method: Least Squares
 Date: 09/21/17 Time: 09:10
 Sample (adjusted): 2001 2016
 Included observations: 16 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LCBR(-1))	-0.915494	0.293996	-3.113963	0.0076
C	0.014229	0.156055	0.091178	0.9286
R-squared	0.409202	Mean dependent var		-0.060259
Adjusted R-squared	0.367002	S.D. dependent var		0.775309
S.E. of regression	0.616845	Akaike info criterion		1.988070
Sum squared resid	5.326964	Schwarz criterion		2.084643
Log likelihood	-13.90456	Hannan-Quinn criter.		1.993015
F-statistic	9.696766	Durbin-Watson stat		1.783364
Prob(F-statistic)	0.007618			

Anexo 5: Análisis de Estacionariedad. Prueba Elliott-Rothenberg-Stock

Variable logaritmo del PIB no petrolero per cápita (LPIBNNPP)

- Level

Null Hypothesis: LPIBNNPP has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag length: 1 (Spectral OLS AR based on SIC, maxlag=3)
 Sample: 1999 2016
 Included observations: 18

	P-Statistic
Elliott-Rothenberg-Stock test statistic	1.271672
Test critical values:	
1% level	1.870000
5% level	2.970000
10% level	3.910000

*Elliott-Rothenberg-Stock (1996, Table 1)
 Warning: Test critical values calculated for 50 observations
 and may not be accurate for a sample size of 18

HAC corrected variance (Spectral OLS autoregression)	0.051836
--	----------

- Primera diferencia

Null Hypothesis: D(LPIBNNPP) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag length: 0 (Spectral OLS AR based on SIC, maxlag=3)
 Sample (adjusted): 2000 2016
 Included observations: 17 after adjustments

	P-Statistic
Elliott-Rothenberg-Stock test statistic	5.528509
Test critical values:	
1% level	1.870000
5% level	2.970000
10% level	3.910000

*Elliott-Rothenberg-Stock (1996, Table 1)
 Warning: Test critical values calculated for 50 observations
 and may not be accurate for a sample size of 17

HAC corrected variance (Spectral OLS autoregression)	0.005211
--	----------

Anexo 6: Estimación del modelo de largo plazo

Mínimo Cuadrado Ordinarios

Método Newey-West

Dependent Variable: LPIBNPP

Method: Least Squares

Date: 09/26/17 Time: 08:36

Sample (adjusted): 2001 2016

Included observations: 16 after adjustments

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.140625	0.270422	-0.520020	0.6144
LPIBNPP(-1)	0.675195	0.126462	5.339098	0.0003
LRFTR(-1)	0.033506	0.010610	3.157996	0.0102
LCBR(-2)	-0.052246	0.010660	-4.901212	0.0006
D2003	-0.157956	0.021121	-7.478623	0.0000
@TREND	0.013331	0.005328	2.501826	0.0313

R-squared	0.903740	Mean dependent var	0.328920
Adjusted R-squared	0.855611	S.D. dependent var	0.143249
S.E. of regression	0.054433	Akaike info criterion	-2.703705
Sum squared resid	0.029629	Schwarz criterion	-2.413984
Log likelihood	27.62964	Hannan-Quinn criter.	-2.688869
F-statistic	18.77714	Durbin-Watson stat	1.578586
Prob(F-statistic)	0.000086	Wald F-statistic	150.6268
Prob(Wald F-statistic)	0.000000		

Anexo 7: Perturbaciones no white noise

Prueba Phillips-Perron

Null Hypothesis: ERROR has a unit root
 Exogenous: None
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.972363	0.0058
Test critical values:		
1% level	-2.728252	
5% level	-1.966270	
10% level	-1.605026	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 15

Residual variance (no correction)	0.001864
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.001489

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(ERROR)
 Method: Least Squares
 Date: 09/22/17 Time: 09:17
 Sample (adjusted): 2002 2016
 Included observations: 15 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ERROR(-1)	-0.869220	0.283191	-3.069373	0.0083
R-squared	0.392879	Mean dependent var		-0.006936
Adjusted R-squared	0.392879	S.D. dependent var		0.057353
S.E. of regression	0.044688	Akaike info criterion		-3.313882
Sum squared resid	0.027958	Schwarz criterion		-3.266678
Log likelihood	25.85411	Hannan-Quinn criter.		-3.314384
Durbin-Watson stat	1.329949			

Anexo 8: Diagnóstico del modelo de largo plazo

Prueba Breusch-Godfrey.

No autocorrelación de las perturbaciones

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.249281	Prob. F(2,8)	0.3372
Obs*R-squared	3.807854	Prob. Chi-Square(2)	0.1490

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 09/25/17 Time: 07:51

Sample: 2001 2016

Included observations: 16

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.186762	0.409687	-0.455864	0.6606
LRFTR(-1)	-0.000768	0.011028	-0.069651	0.9462
LCBR(-2)	0.017505	0.032456	0.539330	0.6043
LPIBNPP(-1)	0.169896	0.218515	0.777503	0.4592
D2003	0.078752	0.079645	0.988791	0.3517
@TREND	-0.003548	0.008375	-0.423610	0.6830
RESID(-1)	0.363940	0.472146	0.770821	0.4630
RESID(-2)	-0.775100	0.521448	-1.486436	0.1755

R-squared	0.237991	Mean dependent var	3.21E-17
Adjusted R-squared	-0.428767	S.D. dependent var	0.044444
S.E. of regression	0.053125	Akaike info criterion	-2.725502
Sum squared resid	0.022578	Schwarz criterion	-2.339208
Log likelihood	29.80401	Hannan-Quinn criter.	-2.705720
F-statistic	0.356937	Durbin-Watson stat	1.827340
Prob(F-statistic)	0.903808		

Anexo 9: Diagnóstico del modelo de largo plazo

Prueba Estadístico Q (correlograma).

Date: 09/25/17 Time: 08:01

Sample: 1999 2016

Included observations: 16

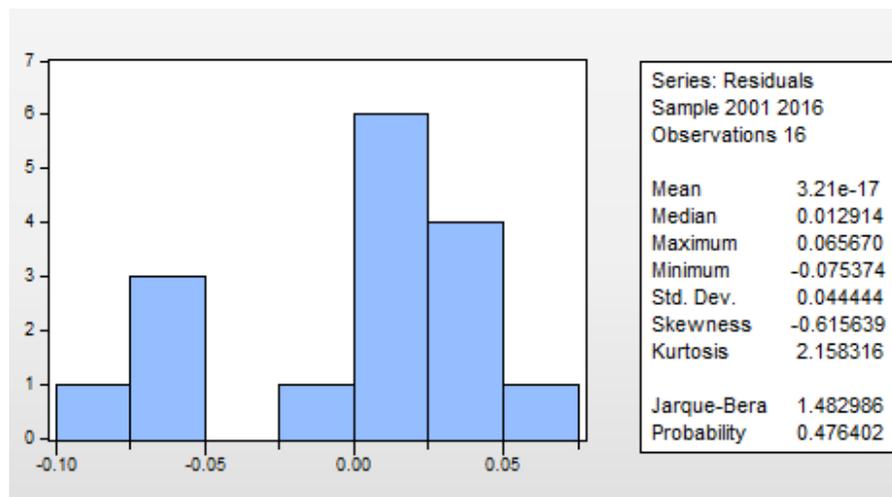
Q-statistic probabilities adjusted for 1 dynamic regressor

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	0.110	0.110	0.2319	0.630
		2	-0.255	-0.271	1.5742	0.455
		3	-0.308	-0.265	3.6809	0.298
		4	-0.243	-0.297	5.0991	0.277
		5	-0.316	-0.569	7.7055	0.173
		6	0.178	-0.247	8.6218	0.196
		7	0.493	0.006	16.390	0.022
		8	0.163	-0.209	17.347	0.027
		9	-0.203	-0.403	19.043	0.025
		10	-0.068	-0.239	19.265	0.037
		11	-0.069	-0.145	19.537	0.052
		12	-0.076	0.041	19.957	0.068

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

Anexo 10: Diagnóstico del modelo de largo plazo

Prueba: Jarque-Bera. Normalidad Perturbaciones



Anexo 11: Diagnóstico del modelo de largo plazo

Prueba Breusch-Pagan-Godfrey

Homoscedasticidad

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.748913	Prob. F(5,10)	0.6052
Obs*R-squared	4.359035	Prob. Chi-Square(5)	0.4990
Scaled explained SS	0.986160	Prob. Chi-Square(5)	0.9637

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 09/25/17 Time: 08:05

Sample: 2001 2016

Included observations: 16

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000479	0.013042	0.036713	0.9714
LRFTR(-1)	-0.000427	0.000396	-1.077376	0.3066
LGBR(-2)	0.001061	0.000687	1.544317	0.1535
LPIBNPP(-1)	0.009670	0.004478	2.159253	0.0562
D2003	-0.001427	0.000651	-2.193030	0.0531
@TREND	-0.000424	0.000195	-2.175038	0.0547

R-squared	0.272440	Mean dependent var	0.001852
Adjusted R-squared	-0.091340	S.D. dependent var	0.002058
S.E. of regression	0.002150	Akaike info criterion	-9.166379
Sum squared resid	4.62E-05	Schwarz criterion	-8.876658
Log likelihood	79.33103	Hannan-Quinn criter.	-9.151543
F-statistic	0.748913	Durbin-Watson stat	2.451101
Prob(F-statistic)	0.605201		

Anexo 12: Diagnóstico del modelo de largo plazo

Prueba White

Homoscedasticidad

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.678051	Prob. F(5,10)	0.6501
Obs*R-squared	4.051011	Prob. Chi-Square(5)	0.5421
Scaled explained SS	0.916475	Prob. Chi-Square(5)	0.9690

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 09/25/17 Time: 08:08

Sample: 2001 2016

Included observations: 16

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.003593	0.007169	0.501115	0.6271
LRFTR(-1)^2	-2.14E-05	1.41E-05	-1.523259	0.1587
LCBR(-2)^2	7.98E-05	3.65E-05	2.187555	0.0536
LPIBNPP(-1)^2	0.016257	0.012029	1.351465	0.2063
D2003^2	-0.001524	0.000667	-2.285621	0.0454
@TREND^2	-3.15E-05	1.71E-05	-1.841527	0.0954
R-squared	0.253188	Mean dependent var		0.001852
Adjusted R-squared	-0.120218	S.D. dependent var		0.002058
S.E. of regression	0.002179	Akaike info criterion		-9.140262
Sum squared resid	4.75E-05	Schwarz criterion		-8.850542
Log likelihood	79.12210	Hannan-Quinn criter.		-9.125426
F-statistic	0.678051	Durbin-Watson stat		2.363755
Prob(F-statistic)	0.650110			

Anexo 13: Diagnóstico del modelo de largo plazo

Prueba ARCH

Homoscedasticidad

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.206294	Prob. F(1,13)	0.6572
Obs*R-squared	0.234314	Prob. Chi-Square(1)	0.6283

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 09/25/17 Time: 08:09

Sample (adjusted): 2002 2016

Included observations: 15 after adjustments

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002115	0.000868	2.437407	0.0299
RESID^2(-1)	-0.134265	0.224386	-0.598368	0.5599

R-squared	0.015621	Mean dependent var	0.001892
Adjusted R-squared	-0.060101	S.D. dependent var	0.002124
S.E. of regression	0.002187	Akaike info criterion	-9.289058
Sum squared resid	6.22E-05	Schwarz criterion	-9.194651
Log likelihood	71.66793	Hannan-Quinn criter.	-9.290063
F-statistic	0.206294	Durbin-Watson stat	1.654321
Prob(F-statistic)	0.657178		

Anexo 14: Diagnóstico del modelo de largo plazo

Prueba: Ramsey RESET. Correcta especificación del modelo

Unrestricted Test Equation:
 Dependent Variable: LPIBPPP
 Method: Least Squares
 Date: 09/25/17 Time: 08:13
 Sample: 2001 2016
 Included observations: 16
 HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.661495	0.304801	-2.170247	0.0581
LRFTR(-1)	0.112234	0.026424	4.247332	0.0022
LCBR(-2)	-0.189344	0.036942	-5.125491	0.0006
LPIBPPP(-1)	2.273156	0.517009	4.396742	0.0017
D2003	-0.279107	0.030973	-9.011406	0.0000
@TREND	0.042292	0.011057	3.824830	0.0041
FITTED^2	-3.478076	1.018758	-3.414034	0.0077

R-squared	0.944495	Mean dependent var	0.328920
Adjusted R-squared	0.907492	S.D. dependent var	0.143249
S.E. of regression	0.043569	Akaike info criterion	-3.129285
Sum squared resid	0.017085	Schwarz criterion	-2.791278
Log likelihood	32.03428	Hannan-Quinn criter.	-3.111976
F-statistic	25.52470	Durbin-Watson stat	2.024986
Prob(F-statistic)	0.000036	Wald F-statistic	387.6136
Prob(Wald F-statistic)	0.000000		

Ramsey RESET Test
 Equation: EQ_LARGOPLAZO
 Specification: LPIBPPP C LRFTR(-1) LCBR(-2) LPIBPPP(-1) D2003
 @TREND
 Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	2.570667	9	0.0302
F-statistic	6.608328	(1, 9)	0.0302
Likelihood ratio	8.809281	1	0.0030

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.012545	1	0.012545
Restricted SSR	0.029629	10	0.002963
Unrestricted SSR	0.017085	9	0.001898

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	27.62964	10
Unrestricted LogL	32.03428	9

Anexo 15: Estimación del modelo de corto plazo

Mínimos Cuadrados Ordinarios

Método Newey-West

Dependent Variable: D(LPIBNPP)

Method: Least Squares

Date: 09/26/17 Time: 08:41

Sample (adjusted): 2002 2016

Included observations: 15 after adjustments

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.029614	0.017605	-1.682134	0.1268
D(LPIBNPP(-1))	1.203342	0.157537	7.638451	0.0000
D(LRFTR(-1))	0.006541	0.011780	0.555246	0.5923
D(LCBR(-2))	0.009835	0.022679	0.433658	0.6747
ERROR(-1)	-0.794126	0.287632	-2.760913	0.0221
D2004	0.271674	0.035593	7.632866	0.0000
R-squared	0.840419	Mean dependent var		-0.003747
Adjusted R-squared	0.751763	S.D. dependent var		0.088744
S.E. of regression	0.044215	Akaike info criterion		-3.110313
Sum squared resid	0.017595	Schwarz criterion		-2.827093
Log likelihood	29.32735	Hannan-Quinn criter.		-3.113330
F-statistic	9.479534	Durbin-Watson stat		1.526946
Prob(F-statistic)	0.002174	Wald F-statistic		79.06333
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Anexo 16: Diagnóstico del modelo de corto plazo

Prueba: Breusch-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.934995	Prob. F(2,7)	0.4366
Obs*R-squared	3.162331	Prob. Chi-Square(2)	0.2057

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 09/26/17 Time: 08:50

Sample: 2002 2016

Included observations: 15

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001783	0.015183	0.117431	0.9098
D(LPIBPPP(-1))	-0.040842	0.215362	-0.189643	0.8550
D(LRFTR(-1))	0.002914	0.013376	0.217815	0.8338
D(LCBB(-2))	0.017143	0.028188	0.608179	0.5623
ERROR(-1)	-0.238189	0.424906	-0.560569	0.5926
D2004	-0.020731	0.061848	-0.335194	0.7473
RESID(-1)	0.452072	0.499174	0.905639	0.3952
RESID(-2)	-0.559861	0.448305	-1.248839	0.2519
R-squared	0.210822	Mean dependent var		-2.31E-18
Adjusted R-squared	-0.578356	S.D. dependent var		0.035451
S.E. of regression	0.044538	Akaike info criterion		-3.080410
Sum squared resid	0.013886	Schwarz criterion		-2.702783
Log likelihood	31.10308	Hannan-Quinn criter.		-3.084433
F-statistic	0.267141	Durbin-Watson stat		1.755749
Prob(F-statistic)	0.948595			

Anexo 17: Diagnóstico del modelo de corto plazo

Prueba: Estadístico Q (correlograma)

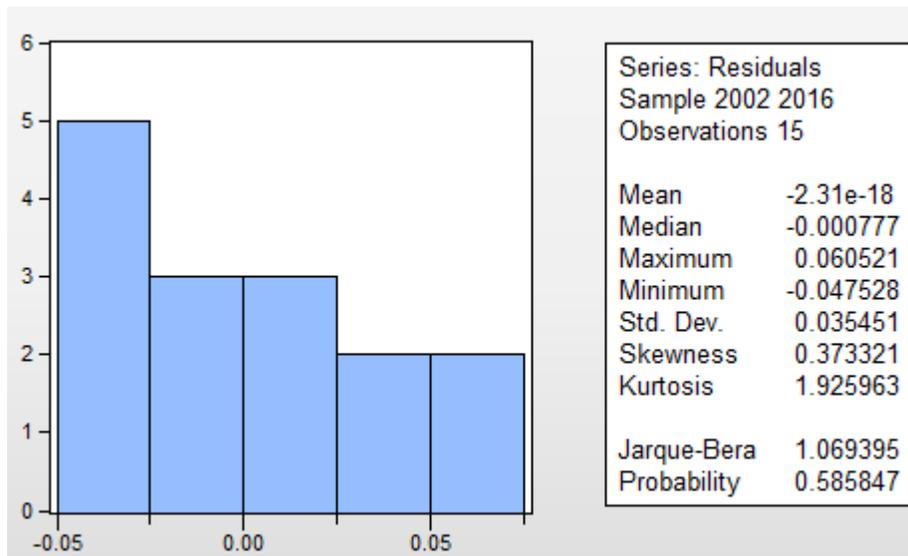
Date: 09/26/17 Time: 08:51
 Sample: 1999 2016
 Included observations: 15
 Q-statistic probabilities adjusted for 5 dynamic regressors

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	0.132	0.132	0.3168	0.574
		2	-0.270	-0.293	1.7475	0.417
		3	0.027	0.124	1.7631	0.623
		4	0.176	0.078	2.4776	0.649
		5	-0.055	-0.072	2.5556	0.768
		6	-0.153	-0.069	3.2164	0.781
		7	0.023	0.015	3.2336	0.863
		8	-0.009	-0.096	3.2367	0.919
		9	-0.273	-0.249	6.4084	0.698
		10	-0.256	-0.207	9.7410	0.463
		11	0.115	0.049	10.586	0.479
		12	-0.009	-0.166	10.594	0.564

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

Anexo 18: Diagnóstico del modelo de corto plazo

Prueba: Jerque-Bera.



Anexo 19: Diagnóstico del modelo de corto plazo

Prueba: Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.326965	Prob. F(5,9)	0.8845
Obs*R-squared	2.305856	Prob. Chi-Square(5)	0.8054
Scaled explained SS	0.384325	Prob. Chi-Square(5)	0.9958

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 09/26/17 Time: 08:53

Sample: 2002 2016

Included observations: 15

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001322	0.000431	3.069511	0.0134
D(LPIBNPP(-1))	-0.002120	0.003844	-0.551585	0.5947
D(LRFTR(-1))	-1.18E-05	0.000307	-0.038451	0.9702
D(LCBR(-2))	-0.000553	0.000457	-1.210917	0.2568
ERROR(-1)	0.002762	0.006212	0.444616	0.6671
D2004	-0.001577	0.000935	-1.686177	0.1260

R-squared	0.153724	Mean dependent var	0.001173
Adjusted R-squared	-0.316430	S.D. dependent var	0.001168
S.E. of regression	0.001341	Akaike info criterion	-10.10233
Sum squared resid	1.62E-05	Schwarz criterion	-9.819115
Log likelihood	81.76751	Hannan-Quinn criter.	-10.10535
F-statistic	0.326965	Durbin-Watson stat	2.316533
Prob(F-statistic)	0.884452		

Anexo 20: Diagnóstico del modelo de corto plazo

Prueba: White

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.593560	Prob. F(5,9)	0.7064
Obs*R-squared	3.719731	Prob. Chi-Square(5)	0.5904
Scaled explained SS	0.619980	Prob. Chi-Square(5)	0.9871

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 09/26/17 Time: 08:55

Sample: 2002 2016

Included observations: 15

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002127	0.000659	3.226607	0.0104
D(LPIBNPP(-1))^2	-0.067207	0.055154	-1.218531	0.2540
D(LRFTR(-1))^2	-8.67E-05	0.000111	-0.778996	0.4560
D(LCBR(-2))^2	-0.000802	0.000415	-1.933532	0.0852
ERROR(-1)^2	-0.115885	0.134844	-0.859403	0.4124
D2004^2	-0.001455	0.000356	-4.083665	0.0027

R-squared	0.247982	Mean dependent var	0.001173
Adjusted R-squared	-0.169806	S.D. dependent var	0.001168
S.E. of regression	0.001264	Akaike info criterion	-10.22042
Sum squared resid	1.44E-05	Schwarz criterion	-9.937200
Log likelihood	82.65315	Hannan-Quinn criter.	-10.22344
F-statistic	0.593560	Durbin-Watson stat	2.239672
Prob(F-statistic)	0.706395		

Anexo 21: Diagnóstico del modelo de corto plazo

Prueba: ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.114872	Prob. F(1,12)	0.7405
Obs*R-squared	0.132746	Prob. Chi-Square(1)	0.7156

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 09/26/17 Time: 08:56

Sample (adjusted): 2003 2016

Included observations: 14 after adjustments

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001204	0.000315	3.824960	0.0024
RESID^2(-1)	-0.094267	0.225588	-0.417873	0.6834
R-squared	0.009482	Mean dependent var		0.001095
Adjusted R-squared	-0.073061	S.D. dependent var		0.001172
S.E. of regression	0.001214	Akaike info criterion		-10.45864
Sum squared resid	1.77E-05	Schwarz criterion		-10.36735
Log likelihood	75.21050	Hannan-Quinn criter.		-10.46709
F-statistic	0.114872	Durbin-Watson stat		1.998727
Prob(F-statistic)	0.740522			

Anexo 22: Diagnóstico del modelo de corto plazo

Prueba: Ramsey- RESET

Ramsey RESET Test

Equation: EQ_CORTOPLAZO

Specification: D(LPIBPP) C D(LPIBPP(-1)) D(LRFTR(-1)) D(LCBBR(-2))
ERROR(-1) D2004

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	1.111656	8	0.2986
F-statistic	1.235780	(1, 8)	0.2986
Likelihood ratio	2.154652	1	0.1421

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.002354	1	0.002354
Restricted SSR	0.017595	9	0.001955
Unrestricted SSR	0.015241	8	0.001905

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	29.32735	9
Unrestricted LogL	30.40468	8

Unrestricted Test Equation:

Dependent Variable: D(LPIBPP)

Method: Least Squares

Date: 09/26/17 Time: 08:58

Sample: 2002 2016

Included observations: 15

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed
bandwidth = 3.0000)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.022587	0.018883	-1.196159	0.2659
D(LPIBPP(-1))	1.166656	0.145125	8.038974	0.0000
D(LRFTR(-1))	0.001575	0.011790	0.133618	0.8970
D(LCBBR(-2))	0.012231	0.025032	0.488632	0.6382
ERROR(-1)	-0.685874	0.209602	-3.272266	0.0113
D2004	0.295880	0.039874	7.420319	0.0001
FITTED^2	-1.773376	1.014598	-1.747860	0.1186
R-squared	0.861771	Mean dependent var		-0.003747
Adjusted R-squared	0.758100	S.D. dependent var		0.088744
S.E. of regression	0.043647	Akaike info criterion		-3.120624
Sum squared resid	0.015241	Schwarz criterion		-2.790200
Log likelihood	30.40468	Hannan-Quinn criter.		-3.124143
F-statistic	8.312527	Durbin-Watson stat		1.609772
Prob(F-statistic)	0.004335	Wald F-statistic		133.9563
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			