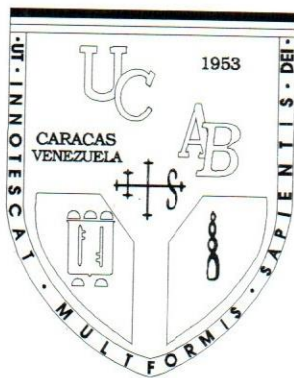


MQ2077

TESIS
IFR002
M3



UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO DENTRO DE L SISTEMA DE BANDAS CAMBIARIAS EN VENEZUELA (1996-2001) Y SU IMPACTO SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

CATHERINE MARTINEZ BRACHO
C.I. 10.800.497

PROFESOR: JOSÉ REQUENA

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

ENERO, 2002

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	2
II. OBJETIVO Y METODOLOGÍA A UTILIZAR	3
II.1 OBJETIVO GENERAL	3
II.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	4
II.3 METODOLOGÍA	4
III. MARCO TEÓRICO DE REFERENCIA	5
III.1 EL MODELO BÁSICO DE KRUGMAN	5
III.2 EXTENSIONES DEL MODELO BÁSICO DE KRUGMAN	6
III.3 ASPECTOS CRÍTICOS EN LA APLICACIÓN DEL SISTEMA DE BANDAS CAMBIARIAS	7
III.3.1 DETERMINACIÓN DE LA PARIDAD CENTRAL	7
III.3.2 AMPLITUD DE LA BANDA	9
III.3.3 CRITERIOS DE INTERVENCIÓN EN EL MERCADO CAMBIARIO	9
III.3.4 POLÍTICAS COMPLEMENTARIAS	10
III.3.5 CREDIBILIDAD	11
III.3.6 INFLACIÓN Y TIPO DE CAMBIO REAL	12
IV. SISTEMAS DE BANDAS CAMBIARIAS: EL CASO VENEZOLANO	12
IV.1 PARÁMETROS DEL SISTEMA DE BANDAS CAMBIARIAS EN VENEZUELA	13
IV.2 CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO CAMBIARIO VENEZOLANO	14
IV.2.1 ESTRUCTURA Y OPERATIVIDAD DEL MERCADO CAMBIARIO	14
IV.2.1.1 ESCASO DESARROLLO RELATIVO	15
IV.2.1.2 ECONOMÍA SENSIBLE A DEVALUACIONES	16
IV.2.1.3 CUASIMONOPOLIO DE OFERTA DEL BCV	16
IV.2.1.4 POLÍTICAS CAMBIARIAS DEL BCV – PROESTABILIZACIÓN	17
IV.3 COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO DENTRO DEL SISTEMA DE BANDAS EN VENEZUELA	17
IV.4 VINCULACIÓN CON LA POLÍTICA MONETARIA	24
IV.5 RESULTADOS DEL SISTEMA DE BANDAS CAMBIARIAS EN VENEZUELA	25
CONCLUSIONES	29
BIBLIOGRAFÍA	32

I. INTRODUCCION

La determinación del régimen cambiario es un tema de suma relevancia, al ser el tipo de cambio una variable económica clave y dada su importancia en la asignación de recursos y en la transmisión de las expectativas de los agentes económicos¹. Debido a que los regímenes más extremos (flexible y fijo) no han cumplido con las dos características básicas de un régimen óptimo, a saber, reducir al máximo los movimientos bruscos, no predecibles y transitorios del tipo de cambio y, ajustarse a sus movimientos permanentes, se ha centrado la atención, desde el punto de vista teórico y práctico, en el estudio del régimen de flotación dentro de una banda o zona objetivo.

El sistema de bandas cambiarias es un régimen intermedio pues permite combinar rigidez con flexibilidad. Rigidez en cuanto a los límites establecidos; y flexibilidad, con relación a la movilidad dentro de las bandas, ayudando a orientar las expectativas de los agentes en cuanto a la evolución futura del precio de la divisa.

En Venezuela, una vez derogado el control de cambio en abril de 1996, el Directorio del Banco Central de Venezuela (BCV) estableció como régimen cambiario el Sistema de Bandas. Esta alternativa en su momento se consideró la más adecuada para apoyar la lucha antiinflacionaria sustentada en la disciplina fiscal. Actualmente, dicho régimen continúa vigente como brazo de política para apoyar el control inflacionario.

En este trabajo se pretende analizar la experiencia venezolana en materia de bandas cambiarias. En primer lugar, se hace referencia al modelo básico de bandas cambiarias de Krugman con sus respectivas implicaciones y las modificaciones que se le han introducido para reproducir mejor el comportamiento empírico de dicho esquema cambiario. Posteriormente, se abordan algunos aspectos considerados

¹ En particular ello es válido para países que dependen en gran medida del comercio exterior para importación de materias primas y exportación de productos terminados.

como críticos para la aplicación del sistema de banda, tales como la determinación de la paridad central, la amplitud de la banda y los criterios básicos de intervención para mantenerla.

En el análisis del caso venezolano, se hace una descripción de los principales hechos estilizados del mercado cambiario, producto de ciertos acontecimientos en el contexto social, económico y político de la Nación, así como de otros de carácter internacional que afectaron el comportamiento de los agentes económicos y con ello repercutieron en el desarrollo del mercado de divisas.

Este estudio concluye destacando el logro del objetivo anti-inflacionario mediante la utilización de las reservas Internacionales, pero evidenciando la carencia de políticas complementarias en el logro de la estabilización macroeconómica del país. El trabajo tiene la limitación de no haber desarrollado pruebas de carácter empírico para medir la credibilidad de la banda o los efectos sobre otras variables macroeconómicas diferentes a la inflación.

II. OBJETIVO Y METODOLOGÍA A UTILIZAR

II.1. Objetivo General

El objetivo general del presente trabajo es analizar el comportamiento del tipo de cambio dentro del sistema de bandas cambiarias en Venezuela, desde el inicio de su aplicación (abril 1996) hasta diciembre 2001, y el impacto que ha tenido sobre las principales variables macroeconómicas, fundamentalmente los precios, en virtud de que la determinación de los objetivos de la política de bandas utiliza al tipo de cambio como ancla nominal, convirtiéndose el tipo de cambio en la herramienta más utilizada y efectiva para controlar la inflación.

El diseño y ejecución de la política cambiaria es un tema fundamental de política económica, y en particular, el análisis de la operatividad del sistema de bandas en el

período señalado da cuenta no sólo de la caracterización de nuestro mercado cambiario (actores, tipo de transacciones) sino también de las vinculaciones de la estrategia con otros brazos e instrumentos de política, y en consecuencia, con los principales resultados macroeconómicos obtenidos recientemente.

II.2. Objetivos específicos

Así, los objetivos específicos de esta investigación se plantean de la siguiente manera:

1. Presentar un marco teórico que permita comprender el funcionamiento de un esquema de bandas cambiarias.
2. Esbozar una caracterización del mercado cambiario en Venezuela, haciendo énfasis en la configuración de su microestructura en lo que respecta al tipo de actores intervinientes (BCV e instituciones financieras) y al tipo de operaciones que se efectúan en dicho mercado (compra y venta de divisas).
3. Explicar la evolución del sistema de bandas en Venezuela, destacando los factores - como los eventos políticos - que han incidido en la presión del mercado cambiario, así como aquellos elementos que han determinado los sucesivos cambios de los parámetros de la banda.
4. Vincular el funcionamiento del sistema de bandas con algunos resultados macroeconómicos obtenidos en el período bajo análisis.

II.3. Metodología

Para el logro de dichos objetivos, se va a desarrollar un estudio descriptivo mediante el análisis económico, el que se sustentará en el uso gráficos y cuadros estadísticos, empleándose los gráficos para mostrar, desde el inicio del sistema de bandas, la evolución del tipo de cambio y de la variable clave en la defensa del régimen de bandas, como lo son las reservas internacionales. Sobre la base gráfica se busca resaltar los períodos en los que se ha observado mayor presión sobre el precio de la

divisa, para luego identificar esos episodios; señalar los factores que explican el comportamiento del tipo de cambio; y el nivel de reservas internacionales, al constituir también una variable relevante para determinar la credibilidad de este régimen.

III. MARCO TEÓRICO O DE REFERENCIA

III.1. El modelo básico de krugman

Un régimen de flotación dentro de una banda o de zona objetivo combina los elementos y las características de los regímenes cambiarios de tipo fijo y flexible. En éste las autoridades establecen una banda de fluctuación para el tipo de cambio y deben instrumentar o definir la política monetaria con el objetivo de mantener el tipo de cambio dentro de dicho margen de fluctuación, siendo obligatoria la intervención en el mercado cambiario para mantener el tipo de cambio dentro de la banda si éste se ubica en el límite máximo de depreciación o apreciación.

La literatura sobre bandas cambiarias tuvo un gran impulso con el modelo elaborado por Krugman (1991) que parte de un esquema de determinación del tipo de cambio nominal meramente monetario. Las implicaciones del modelo básico de Krugman, basado en credibilidad perfecta e intervenciones sólo cuando el tipo de cambio llega a los límites de la banda ("intervenciones marginales"), implica que en un sistema de banda cambiaria:

- El tipo de cambio es más estable que bajo el régimen de flotación gracias al efecto de las expectativas de devaluación ("honeymoon effect"). La mayor estabilidad cambiaria no depende de forma crucial del supuesto de credibilidad perfecta, pues simplemente la probabilidad positiva de que el Banco Central intervenga repercutiría en las expectativas devaluacionistas.

- El diferencial de las tasas de interés registra reversión a la media, es decir, está negativamente correlacionado con el tipo de cambio. En efecto, cuando el tipo de cambio se encuentra sobre la paridad central, las expectativas de devaluación y el diferencial de tasas de interés son negativos; a mayor distancia de la paridad central, más negativo el diferencial.
- Flexibilidad de la política monetaria para afectar la demanda agregada en tanto el tipo de cambio permanezca al interior de la banda.
- Mayor volatilidad de la tasa de interés debido a los vaivenes de las expectativas devaluacionistas. En efecto, sobre la paridad tales expectativas serán negativas y por debajo de la paridad central serán positivas, lo que trae consigo movimientos en la tasa doméstica de interés, haciendo que ésta sea más alta cuando existen expectativas de depreciación y más baja cuando se espera una apreciación.

III.2. Extensiones del modelo básico de Krugman

La evidencia empírica ha rechazado consistentemente las implicaciones del modelo básico de Krugman, por lo que se han desarrollado extensiones con base principalmente en la remoción de los supuestos de perfecta credibilidad e intervenciones marginales.

El supuesto de credibilidad perfecta es reemplazado por uno de imperfecta credibilidad en la forma de riesgos de realineamiento de la banda (Bertola y Caballero, 1992). El realineamiento de la banda se ha registrado empíricamente, por lo que su inclusión constituye una lógica extensión. Bertola y Caballero postulan una estructura de probabilidades para la defensa de la banda y el realineamiento de la misma.

La mayor volatilidad del diferencial de tasas de interés en este esquema es cuestionada en Werner (1994), quien plantea un modelo donde la expectativa de realineamiento es la única variable exógena y la autoridad económica puede utilizar la política monetaria para contrarrestar shocks a la realineación esperada. El nivel de utilización de la política monetaria determina la amplitud de la banda cambiaria: a mayor intervención, menor será la amplitud de la banda.

La modelización de expectativas de realineamiento enfatiza la importancia de la credibilidad en el sostenimiento de las bandas. Un elemento que se ha considerado clave es el monto de reservas internacionales que la autoridad monetaria dispone para la defensa de la banda. Rotemberg y Krugman (1991) elaboran un modelo para determinar el nivel mínimo de reservas internacionales necesario para hacer frente a un ataque especulativo que provoque el colapso del sistema de bandas cambiarias y demuestran que a mayor nivel de reservas internacionales, mayor es la posibilidad de sostener el sistema de banda cambiaria.

Finalmente, a diferencia del modelo básico, se puede asumir intervenciones intramarginales, es decir, intervenciones de la autoridad monetaria en el interior de la banda con el objeto de mover el tipo de cambio hacia un determinado nivel.

III.3. Aspectos críticos en la aplicación del sistema de bandas cambiarias

Entre los aspectos cruciales en la aplicación y sustento de las bandas cambiarias se pueden mencionar la determinación de la paridad central, la amplitud de la banda, los criterios de intervención, las políticas complementarias y los niveles de credibilidad.

III.3.1. Determinación de la paridad central

La paridad central de una zona objetivo debe responder al nivel y evolución de los determinantes fundamentales del tipo de cambio. También es importante establecer una pendiente acorde a las consideraciones de carácter cambiario y monetario.

En la mayoría de los casos, la decisión se basa en la inflación interna pasada o en la esperada. Asimismo, es relevante la situación de la cuenta de capital y el arbitraje de tasas de interés, dado que el tipo de cambio influye sobre el balance comercial y el ingreso de capitales.

Generalmente, se considera que la paridad central del sistema de bandas debe reflejar el equilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos o alguna medida de la balanza básica (cuenta corriente más cuenta capital a largo plazo). No obstante, cuando el objetivo de la política económica es controlar la inflación y el nivel de reservas internacionales lo permite, se puede seleccionar una paridad central sobrevaluada. La eventual sobrevaluación de la paridad central no parece un hecho negativo en sí mismo, si se considera que el propósito fundamental de la política cambiaria es antiinflacionario.

No obstante, si los agentes económicos perciben que el tipo de cambio está muy desviado respecto al de equilibrio, se generarán presiones sobre el límite superior de la banda que se traducirían en pérdida de reservas internacionales, tensiones alcistas sobre la tasa de interés y, eventualmente, una realineación de la banda, con la pérdida de credibilidad que ello involucra.

La realineación de la paridad central se puede realizar a través de:

- ✓ **Cambio en el nivel de la paridad central:** lo que implica incorporar directamente variaciones en las condiciones de equilibrio fundamental del tipo de cambio.
- ✓ **Cambio en la pendiente de reajuste dinámico de la paridad central:** reajuste de las expectativas inflacionarias y de la devaluación a nuevos niveles (cambios en la meta de inflación interna).
- ✓ **Una combinación de ambas.**

III.3.2. Amplitud de la banda

Debería basarse en el grado de flexibilidad monetaria deseado. Una banda muy amplia puede reducir el peligro de realineamientos dramáticos, pero afecta la credibilidad del sistema así como su potencial efecto estabilizador sobre el tipo de cambio.

Si el tipo de cambio funciona como ancla nominal, no resulta tener una banda muy amplia, porque exigiría mayores intervenciones de la autoridad monetaria. En ausencia de expectativas de realineación, una banda más amplia incrementaría la volatilidad de las tasas de interés, debido a las fluctuaciones de las expectativas de devaluación. En presencia de expectativas de realineación, bandas más amplias resultarían en una menor volatilidad de las tasas de interés, por los efectos contrapuestos de la realineación esperada del tipo de cambio y la modificación esperada del tipo de cambio al interior de la banda. Una banda más amplia implica mayor riesgo cambiario para capitales externos a corto plazo.

III.3.3. Criterios de intervención en el mercado cambiario

La defensa de la banda se realiza básicamente mediante intervención directa (uso de reservas internacionales), modificación del tipo de cambio y variación de las tasas de interés. Se debe definir la duración e intensidad de los cambios en las reservas y en la tasa de interés para defender la banda cambiaria. Por otro lado, cualquier intervención debe ser sustentada por la disciplina fiscal para evitar amplificar los efectos de la intervención.

La existencia de intervenciones intramarginales reduce el efecto estabilizador y de hecho reduce la flexibilidad de la política monetaria. Bajo condiciones de alta credibilidad es preferible intervenir marginalmente; cuando disminuye los niveles de credibilidad las intramarginales pasan a tener mayor relevancia.

El uso de reservas internacionales debe ser el instrumento básico de intervención. Cuando el tipo de cambio está muy alto dentro de la banda, el Banco Central vende divisas con lo que también disminuye la liquidez en el sistema monetario, aumenta la tasa de interés e incentiva la adquisición de activos en moneda local. La aplicación de la tasa de interés para defender la banda, si bien permite la defensa del régimen cambiario, puede provocar aumentos en los niveles y volatilidad de las tasas.

La opción de cuál instrumento a utilizar o su grado de combinación depende del nivel de reservas internacionales disponible y su potencial utilización, y los efectos que las variaciones de la tasa de interés tengan sobre la economía.

III.3.4. Políticas complementarias

Dada la relativa inflexibilidad de la política monetaria bajo un régimen de bandas, el papel de la política fiscal es crucial, ya que debe intentar absorber los shocks transitorios sobre el ingreso, para aminorar las expectativas adversas y reducir la necesidad de que el Banco Central intervenga permanentemente. En el corto plazo, la política fiscal puede ser diseñada para contrarrestar tendencias a la apreciación del tipo de cambio real, mediante un mayor ahorro agregado y una estructura de demanda menos orientada hacia los bienes no transables².

La política monetaria está supeditada a la necesidad de mantener la banda. Una política monetaria contractiva (con el objeto de atenuar una corrida cambiaria, por ejemplo) repercutirá en un incremento del nivel y la volatilidad de las tasas domésticas de interés. También es preciso señalar que, a una menor movilidad de capitales, menor será el impacto potencial de tasas de interés sobre la banda cambiaria y mayor el impacto de la política monetaria.

² Esto es así, ya que una política fiscal que mantenga el gasto público dentro de límites que no impliquen un impulso significativo de demanda agregada (que presione al alza la estructura de precios de los bienes no transables) sería el instrumento para evitar una acentuación de la apreciación real del tipo de cambio.

III.3.5. Credibilidad

Como se mencionó anteriormente, el modelo de Krugman y Rotemberg (1991) establece que a mayor proporción de reservas internacionales respecto al crédito interno, mayor será la probabilidad de sostener el esquema de bandas cambiarias. Además, a mayor volatilidad de los determinantes fundamentales del tipo de cambio, es decir, mientras más propensa sea una economía a shocks internos y externos, una mayor relación de reservas internacionales y crédito interno neto será necesaria para preservar el sistema de bandas cambiarias.

Sin embargo, el nivel de reservas internacionales no es la única variable relevante para determinar la credibilidad de la banda, existen otras variables (tipo de cambio real, tasa de inflación, saldo de la cuenta corriente externa) y, en general, el marco de las políticas macroeconómicas que sigue el gobierno, que transmiten información a la economía sobre las perspectivas de mantenimiento de la zona objetivo. Es por ello, que es necesario un marco adecuado de política económica y su estabilidad, para hacer creíble el régimen de bandas cambiarias.

Una forma de evaluar la credibilidad del esquema de bandas cambiarias es a través del test de Svensson (1991). Dicho test intenta medir el grado de adecuación de las expectativas de devaluación implícitas (supuestamente incorporadas en el diferencial de tasas de interés interna y externa) con las devaluaciones máxima y mínima que cabría esperar en función de la posición del tipo de cambio spot frente a los límites de la banda. Se construye así una banda de devaluaciones esperadas bajo completa credibilidad y se compara con la "devaluación implícita". Si esta última cae fuera de la banda, se argumenta una falta de credibilidad de los agentes en el mantenimiento de la banda cambiaria.

II.3.6. Inflación y tipo de cambio real

En la determinación de los objetivos de la política de bandas existen dos opciones básicas: se puede utilizar al tipo de cambio como ancla nominal o se puede aplicar un esquema de mantenimiento del tipo de cambio real.

La utilización de la zona objetivo como ancla nominal implicará en la práctica una apreciación del tipo de cambio, al fijar el crecimiento del tipo de cambio a niveles inferiores a los de la inflación actual y estimada, precisamente con el objeto de introducir presiones deflacionarias en las expectativas. En cambio, un esquema de metas reales para el tipo de cambio ignora potenciales presiones inflacionarias y se limita a evitar desequilibrios por pérdida de alineación del tipo de cambio.

Esta discusión sugiere que la situación inflacionaria y la sensibilidad del proceso inflacionario frente a devaluaciones son factores que se deben tomar en cuenta en la determinación del objetivo de la política de las bandas cambiarias.

IV. SISTEMA DE BANDAS CAMBIARIAS: EL CASO VENEZOLANO

El entorno económico prevaleciente durante el control de cambio (del 11 de Julio de 1994 hasta el 18 de abril de 1996) se caracterizaba por la conjunción de déficit fiscal, recesión económica, elevada tasa de inflación, implantación de un sistema de control de precios para un conjunto de bienes y servicios, fuerte salida de capitales bajo la forma de transacciones comerciales, déficit de la Balanza de Pagos, escasa confianza de los inversionistas extranjeros, tasas de interés reales significativamente negativas, sobrevaluación del tipo de cambio y reducción significativa de las reservas internacionales. Este contexto condujo al agotamiento del régimen de control de cambio al no poder obtener dos de los objetivos básicos de su establecimiento: controlar la salida de capitales y disminuir la inflación.

Una vez derogado el control de cambio en abril de 1996, luego de un corto período de flotación necesario para que el mercado fijara el nivel de precio de la divisa cónsono con el desenvolvimiento de las variables económicas, el Directorio del Banco Central de Venezuela (BCV) estableció como régimen cambiario, en fecha 08 de julio de 1996, el Sistema de Bandas. Esta alternativa intermedia entre los regímenes extremos de tipo de cambio fijo y de tipo de cambio flexible, se consideraba la más adecuada para apoyar la lucha antiinflacionaria sustentada en la disciplina fiscal, ya que este sistema reduce las expectativas inflacionarias y propicia un comportamiento ordenado del tipo de cambio, al proveer certidumbre a los agentes económicos sobre la evolución del precio de la divisa.

IV.1. Parámetros del sistema de bandas cambiarias en Venezuela

El Sistema de Bandas en Venezuela cuenta con tres parámetros que lo definen: la paridad central de referencia al inicio, la pendiente o tasa de deslizamiento y la amplitud de la banda. Tanto la paridad central como la tasa de deslizamiento intermensual se han modificado en cuatro oportunidades en virtud de las condiciones económicas prevalecientes, mientras que la amplitud se ha mantenido inalterable en +/- 7,5% respecto de la paridad central (Cuadro N° 1).

CUADRO N° 1
PARAMETROS DEL SISTEMA DE BANDA CAMBIARIA

PARÁMETROS	1996	1997		1998	1999	2000	2001	2002
FECHA	8 JUL	2 ENE	31 JUL	13 ENE	22 DIC 98	6 ENE	21 DIC 00	27 DIC 01
PARIDAD CENTRAL DE INICIO (Bs/US\$)	470,00	472,00	497,50	508,50	Ratificación Parámetros Año 1998	Ratificación Parámetros Año 1998	700,00	758,00
PENDIENTE (%) MENSUAL ANUALIZADA	1,50 19,56	1,32 17,04	1,16 14,89	1,28 16,49			0,57 7,00 (*)	0,80 10,00

Fuente: BCV, elaboración propia

IV.2. Características del mercado cambiario venezolano

El mercado de divisas venezolano presenta características particulares, estructurales y operativas, derivadas en buena medida de la vulnerabilidad de la economía a shocks externos, que exige una participación activa del Banco Central, no sólo mediante el diseño de políticas monetaria y cambiaria armónicas, sino por el importante papel que se le ha conferido a la creación de condiciones necesarias para que el mercado se desenvuelva de manera eficiente y ordenada.

IV.2.1. Estructura y operatividad del mercado cambiario

El mercado cambiario depende en forma importante del flujo de divisas proveniente del sector petrolero debido a la poca diversificación de las exportaciones venezolanas. El BCV recibe, conforme lo establece el Convenio Cambiario No. 1, las divisas generadas por la industria petrolera estatal y participa en el mercado cambiario de acuerdo con los lineamientos de su política cambiaria y monetaria. Por esta razón legal y estructural, el BCV es el mayor oferente de divisas en el mercado, participando tanto para atender los requerimientos de divisas de la economía como para evitar movimientos no deseados en el tipo de cambio. Una característica fundamental del mercado cambiario en Venezuela es su naturaleza interbancaria, ya que el BCV, como principal oferente, coloca las divisas en las instituciones financieras y éstas se encargan de efectuar transacciones con el sector privado.

Las operaciones cambiarias interbancarias se llevan a cabo utilizando como medio de cotización el Sistema Reuters, mediante el cual las instituciones autorizadas a operar en ese mercado (bancos y EAP) cotizan las tasas a las cuales están dispuestos a comprar y vender divisas a otros bancos, incluyendo el BCV. Estos precios son sólo referenciales. Las transacciones se cierran en firme telefónicamente con los precios que en el momento acuerden los participantes. Estas cotizaciones proporcionadas por los operadores son obligatorias por las dos puntas (para la compra y la venta), respetando un spread máximo fijado actualmente por el BCV en

Bs. 1,25. Asimismo, las casas de cambio realizan compras de divisas a través de comunicación telefónica, siendo el tipo de cambio fijado por el BCV en el momento de efectuar operación.

Entre las características estructurales relevantes del mercado cambiario se deben mencionar:

IV.2.1.1. Escaso desarrollo relativo

La consolidación y desarrollo del mercado de divisas local se han visto dificultadas por la introducción de modificaciones y ajustes en los esquemas cambiarios utilizados. En realidad, de los dieciocho años transcurridos desde la eliminación del sistema de tipo de cambio fijo con libre convertibilidad en 1983, tan sólo en poco más de la mitad se ha funcionado bajo regímenes de libre mercado, habiéndose experimentado durante todo el período con diversos esquemas: control de cambio múltiple con segmento marginal de mercado libre (1983/89); mercado libre de divisas con flotación administrada (1989/94); subasta de divisas (1994); control de cambio único e integral (1994/96) y nuevamente, a partir de 1996, mercado libre de divisas con sistema de bandas cambiarias.

La poca confianza de los agentes económicos en la permanencia y durabilidad de los esquemas de tipo de cambio flotante, en un contexto de persistentes desequilibrios macroeconómicos, no ha favorecido, entre otros aspectos, la inversión en tecnología, preparación de los propios operadores y diseño de instrumentos de cobertura que amortigüen el impacto de los movimientos especulativos. Tampoco se ha consolidado un proceso educativo que permita a los agentes participantes considerar como normales las fluctuaciones moderadas del tipo de cambio, sin que se produzcan ataques especulativos contra la moneda nacional.

En consecuencia, se tiene un mercado de divisas poco profundo, en el cual algunos operadores cambiarios muestran una elevada concentración de oferta y/o demanda, distribuyéndose los flujos de divisas de manera poco eficiente y competitiva; por lo

tanto, las señales que el Instituto desea transmitir con su actuación no siempre son debidamente divulgadas al público.

IV.2.1.2. Economía sensible a devaluaciones

Los agentes económicos en el país tienen una marcada preferencia por la estabilidad del tipo de cambio, probablemente heredada del largo período de estabilidad que experimentó el bolívar hasta 1983. Como se ha mencionado, el mercado cambiario venezolano se caracteriza por el hecho de que variaciones interdiarias en magnitudes no tan significativas pueden generar una gran intranquilidad y frecuentemente conducen a ataques especulativos.

Una consideración a este respecto es que el tipo de cambio en Venezuela es una variable correlacionada con la variación de los precios internos, en razón de la alta dependencia que tiene la demanda interna, tanto de bienes finales de consumo como de insumos y bienes de capital externos. Así, debido a la cercana correlación y velocidad de ajuste entre las tasas de devaluación e inflación, los movimientos alcistas de corto plazo en el tipo de cambio tienden a reflejarse en el comportamiento de los precios.

IV.2.1.3. Cuasi-monopolio de oferta del BCV.

El mercado cambiario interno está decisivamente influenciado por el Banco Central debido a que el Instituto centraliza la recepción del más importante flujo de ingreso de divisas³, lo que le otorga una posición de oferente cuasi-monopólico. Tal situación ha sido utilizada por la autoridad monetaria para cumplir el objetivo que tiene asignado por la Ley que lo rige: procurar la estabilidad de precios y preservar el valor interno y externo de la moneda. Para ello el Banco debe incentivar la creación de aquellas condiciones que simultáneamente contribuyan a moderar las presiones alcistas tanto en el precio de los bienes y servicios internos como en el precio de la divisa. Debido a esta característica del mercado, el BCV actúa como formador clave

³ Convenio Cambiario No. 1

de los precios, estando las fluctuaciones del tipo de cambio determinadas por los objetivos de política que se persigan.

Asimismo, la posición de principal oferente del Instituto emisor deviene en un doble papel con relación a su participación en el mercado; por un lado, suministra las divisas que necesita el sector real de la economía para su normal funcionamiento, y por el otro, interviene en el mercado cambiario para moderar la volatilidad del tipo de cambio.

Cabe señalar en cuanto al criterio de intervención en el mercado cambiario desde el inicio de aplicación del sistema de banda cambiaria que la defensa de la banda se ha realizado mediante intervenciones intramarginales.

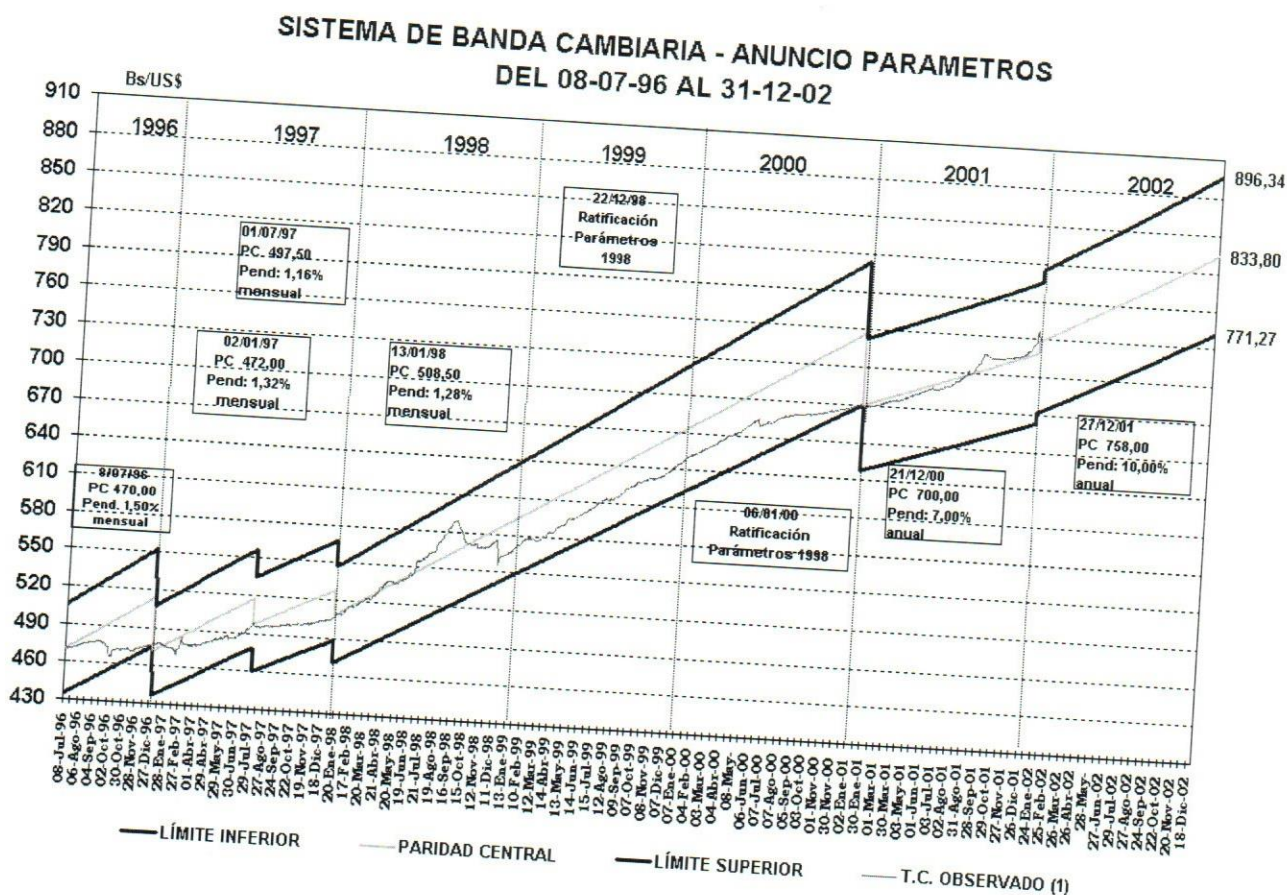
IV.2.1.4. Políticas cambiarias del BCV pro-estabilización.

Además del impacto que la política monetaria produce en el mercado cambiario, el Instituto planifica su gestión cambiaria con el propósito de contribuir con el objetivo de estabilización de precios, mediante el fomento de condiciones que permitan la evolución relativamente estable del tipo de cambio, con la intención de romper el círculo pernicioso de devaluación-inflación-devaluación.

IV.3. Comportamiento del tipo de cambio dentro del sistema de bandas cambiarias en Venezuela

El tipo de cambio observado ha evolucionado por debajo de la paridad central durante la mayor parte del período 1996-2001, lo que condujo a las realineaciones del sistema (enero 1997, julio 1997, enero 1998, enero 2001 y diciembre 2001), tanto en su paridad central como en su pendiente. Cabe destacar que, en consistencia con lo que ha sido la evolución de las variables macroeconómicas, en especial la inflación, se ha venido ajustando hacia la baja la tendencia del Sistema de Bandas. En efecto, el primer anuncio de los parámetros contempló una tasa de deslizamiento

anual (pendiente) de 19,56%, y ésta se redujo a 7,00% para el año 2001 (Ver Gráfico N° 1).



(1) Al 31/12/02 (Bs/US\$ 758,00)

Se efectúa el análisis del comportamiento del tipo de cambio anualmente, desde el inicio de aplicación del régimen de bandas hasta el 31 de diciembre de 2001, haciendo referencia a los eventos más relevantes que ejercieron presiones sobre el mismo, así como al momento en el cual tuvieron lugar.

Año 1996

Durante el período del 08 de julio al 31 de diciembre de 1996 el precio de la divisa mantuvo una trayectoria por debajo de la paridad central de la banda, como resultado de las expectativas favorables en torno al Programa de Estabilización

Macroeconómica del Gobierno Nacional (Agenda Venezuela) y del auge del mercado petrolero internacional, factor éste que fue determinante para brindar estabilidad al tipo de cambio. La cotización de la divisa mantuvo un ritmo alcista durante los meses de julio y agosto en virtud de las expectativas que se generaron por la aplicación del esquema de bandas cambiarias, lo que aunado al descenso progresivo de los rendimientos del principal instrumento de política monetaria (Títulos de Estabilización Monetaria o TEMs) motivó un mayor interés de los inversionistas hacia la divisa norteamericana, dado que la tasa de interés de activos financieros domésticos, prácticamente, igualaba el rendimiento de los activos externos sin incluir la prima de riesgo. Sin embargo, a partir de la segunda quincena de septiembre hasta el 02 de octubre, la presencia de un conjunto de factores positivos, entre ellos: el repunte considerable experimentado por el rendimiento efectivo de los títulos del BCV; las adquisiciones de importantes grupos corporativos venezolanos por parte de empresas foráneas; los elevados retornos del mercado bursátil, el cual registró once récords consecutivos; y el aumento de los precios del petróleo, estimuló la presencia de un significativo flujo de oferta, permitiendo una apreciación del tipo de cambio de Bs. 11,50. Luego de este período de afluencias de capitales foráneos, el tipo de cambio retomó su tendencia alcista.

Ante el elevado superávit que registró la balanza de pagos hacia finales del año 1996 y con el significativo aumento de las reservas internacionales se reconoció un margen de apreciación del bolívar frente al dólar, produciéndose el 02 de enero de 1997 un realineamiento de la paridad central y una reducción de la tasa de deslizamiento intermensual.

Año 1997

Durante el primer semestre de 1997 pese a que la balanza de pagos registró resultados más favorables que el esperado, el hecho de que el tipo de cambio observado se mantuviera por debajo de la paridad central correspondiente generó presiones especulativas en un mercado con flujos de demanda importantes, facilitados por excedentes transitorios de liquidez bancaria, por lo que el Directorio

del BCV el 31 de julio decidió reducir nuevamente la pendiente de la banda, ubicándose nuevamente el tipo de cambio por debajo de la paridad central hasta el cierre del año.

Año 1998

La recesión internacional que se derivó de la crisis asiática de mediados del año 1997 y la crisis financiera rusa del año 1998 repercutieron negativamente en la demanda de materias primas, en general, y del petróleo, en particular, debilitando la confianza en la capacidad de la economía venezolana para financiar los presupuestos públicos, y en consecuencia, en el sostenimiento del régimen de bandas cambiarias vigente para esa época.

Durante ese año se observó una mayor presión sobre el mercado, destacando el ataque especulativo a la moneda nacional durante el lapso agosto-septiembre (aumento de Bs. 26,00), ante el deterioro del entorno económico producto de la caída del precio del petróleo, el cual llegó a su nivel más bajo de los últimos veinte años (7,66 US\$/b) en el mes de diciembre; de la crisis financiera internacional; de la percepción de los agentes económicos de que el Gobierno podría utilizar la devaluación como mecanismo para corregir déficit fiscal; y, de las expectativas en el ámbito político, por ser un año electoral.

Sin embargo, a partir del 16 de septiembre y hasta el 20 de octubre se produjo un descenso sostenido del tipo de cambio (Bs. 19,50) como resultado de las fuertes señales dadas por el BCV para apoyar y mantener el Sistema de Bandas vigente y descartar una fuerte devaluación; de la aprobación por parte del Congreso Nacional de la Ley Habilitante; del compromiso del Gobierno de reducir el déficit fiscal; de la leve recuperación de los precios del petróleo; y de la mejoría del ambiente político al moderarse el discurso electoral utilizado por algunos de los aspirantes a la Presidencia de la República. Asimismo, esta apreciación del tipo de cambio estuvo determinada por la abundante oferta de divisas que hicieron quienes compraron dólares a la espera de una devaluación, apoyados con financiamiento en bolívares.

Al no concretarse sus expectativas y vencerse los plazos del crédito obtenido, debieron liquidar sus tenencias en moneda extranjera, con pérdidas importantes.

Finalmente, cabe señalar la disminución del tipo de cambio en Bs. 20,75 en el período comprendido entre el 8 y el 10 de diciembre ante el mejoramiento del entorno político-económico en virtud de las declaraciones del presidente electo.

Año 1999

A comienzos de 1999, la economía venezolana se vio afectada por la continua disminución de los precios del petróleo y la salida de capitales de las economías emergentes hacia mercados más desarrollados. El entorno negativo se agudizó con la crisis cambiaria en Brasil durante el mes de enero, país que abandonó el sistema de bandas cambiarias, lo que afectó al mercado de divisas local. Adicionalmente, destacan algunos eventos que ejercieron presión sobre el tipo de cambio, como la incertidumbre con relación al efecto del IDB en el mercado cambiario a finales del mes de abril y principios de mayo. Asimismo, en el período del 24 de agosto al 03 de septiembre, afectó la renuncia de la Presidenta de la Corte Suprema de Justicia y la detonación de una bomba en el Consulado de Colombia en Venezuela; eventos alrededor del Congreso Nacional; enfrentamiento entre el Congreso y la Asamblea Nacional Constituyente; renuncia del Presidente de PDVSA; las bajas tasas de interés domésticas; el aumento de las tasas de interés de los Estados Unidos y el mayor deslizamiento del tipo de cambio. Por su parte, entre el 02 y el 14 de diciembre, destacó la incertidumbre política por la cercanía del Referéndum Aprobatorio de la Nueva Constitución, razones precaucionales asociadas al efecto del año 2000 y factores estacionales.

Año 2000

Durante el primer semestre de 2000 se observaron algunos factores que generaron cierta volatilidad en el tipo de cambio y propiciaron una actuación del BCV orientada

a su moderación, destacando el nivel de las tasas de interés domésticas; el incremento de las tasas de interés de los Estados Unidos; la eliminación del Impuesto al Débito Bancario en el mes de mayo; la incertidumbre generada por los comicios electorales y las dificultades que condujeron finalmente a la suspensión de los mismos; y, las restricciones de liquidez en el sistema financiero durante mayo y junio.

Durante el segundo semestre de 2000 eventos como las expectativas generadas por el proceso electoral del día 30 de julio; el incremento en el mes de septiembre de las operaciones de venta de divisas a plazo debido a su utilización como instrumento de apalancamiento financiero; y, la transferencia de posiciones en bolívares a dólares por motivos precaucionales y de estrategia operativa a finales de año, fueron factores puntuales que ejercieron relativa presión sobre el tipo de cambio y determinaron una actuación activa del Instituto emisor a los fines de moderar la volatilidad en el precio de la divisa y desestimular actividades especulativas.

Año 2001

Durante el primer semestre del 2001 entre los factores puntuales que ejercieron relativa presión sobre el tipo de cambio cabe mencionar holgados niveles de liquidez y pocas alternativas de inversión en bolívares entre el 19 y 21 de febrero; requerimientos importantes de divisas de Fogade para inversión en Bonos Globales y por parte de CANTV para pagos de importaciones el 01 de marzo; recuperación de tenencias en divisas por parte de los operadores cambiarios, facilitada por los altos niveles de liquidez y pagos adelantados realizados por PDVSA a las corporaciones del sector petrolero por repatriación de dividendos desde el 23 al 30 de marzo; expectativas prevaecientes en torno a la posibilidad de imposición de medidas de regulación en los mercados monetario y cambiario (rumores sobre establecimiento de control de cambio, impuesto a las transacciones en divisas y fijación de tasas de interés), y en general, a la relativa intranquilidad observada en el ámbito político (planteamiento de un Estado de Excepción y rumores de estatización de la banca)

durante el período del 16 de abril al 31 de mayo; el efecto de opiniones reseñadas en medios de comunicación internacionales sobre la conveniencia de la modificación de la política cambiaria y el posible efecto de las medidas adoptadas por Argentina en su régimen cambiario y la adquisición de Bonos Globales venezolanos ante la eventual baja de tasas en los Estados Unidos entre los días del 19 al 22 de junio.

Durante el segundo semestre del año 2001 cabe señalar las mayores presiones sobre el tipo de cambio durante los períodos julio - agosto y diciembre. En el primero, se generaron expectativas en torno a la sostenibilidad del régimen cambiario en virtud de las expectativas desfavorables generadas en los agentes económicos sobre la continuidad de la política cambiaria debido a los cuestionamientos efectuados con relación a los niveles aparentes de sobrevaluación del bolívar; de las declaraciones de importantes funcionarios del Gobierno sobre una posible restricción de las importaciones; de dudas sobre la sostenibilidad de la política fiscal, basadas en previsiones sobre un comportamiento desfavorable de los precios del petróleo; de la alta irregularidad en los saldos de liquidez bancaria generada por la ejecución del gasto público; y de noticias sobre la evolución decreciente de las reservas internacionales.

Finalmente, en el último mes del año la mayor propensión de los agentes económicos a invertir en divisas ante el ambiente político prevaleciente, las expectativas adversas en cuanto a una posible modificación del sistema de bandas cambiarias, así como la incertidumbre en torno a la sostenibilidad de los ingresos fiscales del año 2002 propiciaron el incremento sostenido del tipo de cambio, el cual aumentó Bs. 20,25 hasta el día 28. Sin embargo, el anuncio del sistema de bandas para el año 2002 y la activa participación del BCV redujeron la presión sobre el mercado y contribuyeron a que se revirtiera de manera importante la tendencia alcista del tipo cambio, produciéndose el día 31 una disminución de la cotización en Bs. 9,00, cerrando en Bs/US\$ 758,00.

IV.4. Vinculación con la Política Monetaria

Durante la vigencia del sistema de bandas cambiarias, la estrategia de las políticas monetaria y cambiaria estuvo orientada a la consecución del objetivo de inflación. Para ello, a la política cambiaria se le asignó la estabilización del tipo de cambio como ancla nominal de los precios, propiciando el comportamiento estable del mismo, mientras que la política monetaria ha debido generar las condiciones adecuadas para mantener un nivel de reservas internacionales consistente con dicha estabilidad del tipo de cambio.

Específicamente, durante el año 2000, la acción del BCV en los mercados monetario y cambiario resultó favorecida por la creciente disponibilidad de reservas internacionales derivada del buen desempeño registrado por el sector externo, lo cual otorgó al Instituto Emisor la holgura necesaria para ejecutar la estrategia antiinflacionaria sin comprometer el objetivo cambiario. La mayor disponibilidad de divisas permitió enfrentar las presiones que se generaron en el mercado cambiario, estimuladas por el incremento que registró la tasa de Fondos Federales del Mercado Norteamericano que, ante la relativa estabilidad mostrada por la tasa de interés pasiva interna y el tipo de cambio nominal, estimuló la tendencia de los inversionistas a recomponer su portafolio de activos hacia instrumentos denominados en moneda extranjera. Asimismo, el proceso de reactivación económica iniciado en ese año, tal y como era de esperar, generó un mayor consumo de bienes importados que también contribuyó a aumentar la demanda de divisas, agregando presiones sobre el mercado cambiario.

La política monetaria se tornó más activa durante el año 2001, con el objeto de continuar procurando una evolución ordenada del mercado cambiario, ante un contexto de ingresos petroleros menos favorable que en el año anterior. Efectivamente a partir del mes de mayo el BCV desarrolló su actuación monetaria mediante la realización de operaciones del mercado abierto colocando títulos de la Deuda Pública Nacional, perteneciente a la cartera del BCV, por vía de acuerdos de

venta con pacto de recompra (REPO). Asimismo, el Instituto revisó la tasa de redescuento en el mes de abril, disminuyéndola hasta 32% de interés anual, lo cual asignó un mayor dinamismo a las operaciones realizadas a través de este instrumento.

Con la misma finalidad de morigerar las presiones sobre el tipo de cambio, en Agosto el BCV aumentó el porcentaje de encaje legal de 17% a 30%. Asimismo, a partir de septiembre, el Instituto reabrió la mesa de dinero colocando certificados de depósitos con el objetivo de brindar alternativas de inversión en instrumentos en moneda doméstica y con ello desestimular la compra de divisas. Similarmente, el Instituto aumentó la tasa de redescuento a 37%. La aplicación de los mecanismos señalados, junto con la incertidumbre financiera generada por los acontecimientos de septiembre en los Estados Unidos, se expresó en una disminución importante de la demanda de divisas desde la segunda quincena del citado mes. Finalmente, ante las presiones de demanda en el último mes el BCV se vió obligado a abrir la mesa de dinero e incrementar la tasa de redescuento, induciendo a una elevación de las tasas de interés.

En conclusión, la política cambiaria es parte de las políticas macroeconómicas y su sostenibilidad y eficacia están sujetas a la consistencia en el conjunto de esas políticas, fundamentalmente de la monetaria y fiscal, sin cuya armonización es imposible el logro del objetivo anti-inflacionario.

IV.5. Resultados del sistema de bandas cambiarias en Venezuela

El Sistema de Bandas ha mostrado resultados satisfactorios ya que ha contribuido a la reducción de la inflación (Cuadro N°2), en razón de la confianza que se ha generado en torno a la determinación del BCV de mantener el desenvolvimiento ordenado del mercado cambiario, apoyado, de manera significativa, por los niveles de Reservas Internacionales con los que ha contado el país (Gráfico N° 2). Sin embargo, la reducción de la tasa de inflación se ha logrado asumiéndose un costo en

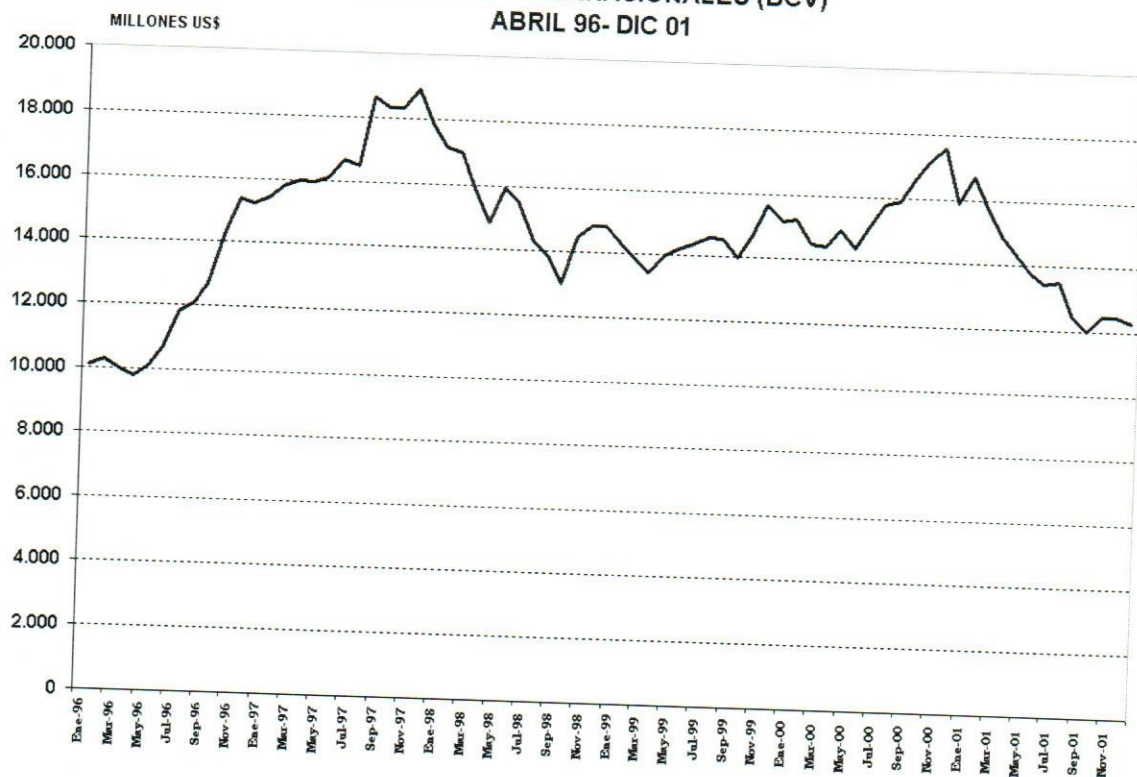
términos de un impulso insuficiente para el logro de una trayectoria de crecimiento sostenido y de un incremento de la tasa de desempleo.

CUADRO N° 2
INFLACION Y TASA DE DESEMPLEO

Años	Var. IPC (%) 1997=100	Tasa de Desempleo (%)
1996	103,2	12,4
1997	37,6	10,6
1998	29,9	11,0
1999	20,0	14,5
2000	13,4	13,2
2001	12,3	13,4

Fuente: BCV, página Web.

GRAFICO N° 2
RESERVAS INTERNACIONALES (BCV)
ABRIL 96- DIC 01



Durante el año 2000 el anclaje cambiario que el sistema de bandas propició y, más aún, su sostenibilidad, dadas las condiciones favorables en el mercado petrolero, se presentó como un elemento decisivo para que continuara lográndose la convergencia de la inflación nacional hacia la de los principales socios comerciales. Así, luego de tres años de continuo acercamiento, la brecha entre ambos niveles de inflación coincidió, en promedio, con la tasa de depreciación cambiaria.

Sin embargo, al evaluar el desempeño de la actividad económica, éste no ha sido tan favorable (Cuadro N° 3), lo cual no puede atribuirse al sistema de bandas cambiarias vigente, sino más bien a la escasa diversificación de la economía y al estancamiento del aparato productivo, estando las variaciones del PIB fundamentalmente determinadas por la actividad petrolera.

CUADRO N° 3
PIB

Años	Var. PIB (Real) (%) 1997=100
1996	-0,2
1997	6,4
1998	0,2
1999	-6,1
2000	3,2
2001(*)	2,7

(*) Cifra estimada

Fuente: BCV

La evolución de la economía venezolana en el año 2000 estuvo condicionada por el favorable desenvolvimiento del mercado petrolero internacional, lo que favoreció la superación del severo cuadro recesivo que caracterizó al año 1999. Asimismo, fue determinante la celebración de elecciones para la relegitimación de las autoridades políticas y la formulación de la legislación económica en cumplimiento de los

lineamientos de la nueva Constitución que entró en vigencia a comienzos del año. Específicamente, en el área fiscal se produjo un importante incremento del gasto público, que impulsó la demanda agregada interna, y en la esfera cambiaria, se utilizó, de hecho, el tipo de cambio como ancla nominal de los precios internos.

A diferencia de lo observado en 1999, la reducción de la inflación en el año 2000 se produjo en un contexto de reactivación del gasto interno. Al menos dos elementos se combinaron para que los impulsos de demanda que activaron la recuperación económica no se tradujeran en presiones al alza de los precios. En primer lugar, destaca los bajos niveles de utilización de los recursos productivos, luego de un prolongado período de recesión económica, lo cual moderó el crecimiento de los precios de los factores productivos. El segundo elemento está relacionado con la reasignación del gasto interno hacia los bienes producidos en el exterior, como respuesta al incremento que se viene observando en el precio relativo de los bienes producidos localmente respecto a los importados.

Por su parte, durante el año 2001 la actividad económica, medida a través del Producto Interno Bruto, se desaceleró con respecto al año 2000. Cifras preliminares suministradas por el BCV apuntan que la economía habría crecido 2,7%, como consecuencia, fundamentalmente, del impacto recesivo de la economía mundial y la caída de los precios del petróleo. El desvío con respecto a la meta de crecimiento que inicialmente se trazó el Ejecutivo Nacional (4,5%) es atribuible en su totalidad al desempeño de la actividad del sector público, dados los recortes de producción acordados por la OPEP y sus efectos de desaceleración en el gasto del Gobierno.

A diferencia del proceso de desaceleración de la inflación observada en los cuatro años anteriores, en 2001 se evidenció un estancamiento, el cual ha ocurrido no obstante la existencia de una política cambiaria que ha favorecido la estabilidad del tipo de cambio. Al cierre del mes de diciembre la depreciación acumulada del tipo de cambio se situó en 8,29%, en lo que fue determinante la fuerte demanda ocurrida

durante el mes de diciembre asociada a las expectativas desfavorables de varios agentes económicos en un entorno de mayor conflictividad política.

Así, el desempeño económico de los dos últimos años denota que la sostenibilidad del crecimiento representa un problema de inaplazable atención. Si bien la estrategia antiinflacionaria ha dado hasta ahora buenos resultados, las presiones subyacentes no han sido enteramente abatidas y en un escenario de dificultades fiscales, de menores ingresos externos y en un entorno internacional incierto, podría tener lugar la aparición de mayores presiones inflacionarias, simultáneamente con un debilitamiento del crecimiento económico, siendo requeridas entonces una adecuada política fiscal y una política cambiaria que coadyuve al logro de los objetivos.

V. CONCLUSIONES

La política cambiaria es parte de las políticas macroeconómicas y su sostenibilidad y eficacia están sujetas a la consistencia en el conjunto de esas políticas, fundamentalmente de la monetaria y fiscal, sin cuya armonización es imposible el logro del objetivo anti-inflacionario.

Las características del mercado cambiario venezolano, especialmente la condición del BCV de principal oferente de divisas y la ausencia en ciertos momentos de la necesaria coordinación de las políticas ha determinado que el sistema de bandas funcione como una referencia para los agentes económicos sobre la evolución futura del tipo de cambio.

El sistema de bandas cambiarias con la utilización del tipo de cambio como anclaje nominal, ha logrado cumplir su objetivo fundamental de reducción del ritmo inflacionario desde el año 1996 a la fecha, aunque como era de esperarse, disminuyó la capacidad de actuación de la política monetaria y se asumieron costos en términos de otras variables macroeconómicas.

Es importante destacar que la efectividad del régimen de bandas para afectar favorablemente otros objetivos de política económica, no depende sólo de la dinámica del esquema cambiario, sino también, puede resultar determinante la carencia de políticas complementarias que estimulen el crecimiento real de la economía.

En efecto, más allá de los factores estrictamente económicos a la hora de analizar la sostenibilidad del sistema de bandas venezolano, es importante tener en cuenta que la ausencia de políticas complementarias para dotar de credibilidad al régimen cambiario determina que la incidencia de variables no económicas (tales como sucesos políticos y electorales y declaraciones de funcionarios oficiales sobre política económica, entre otros) propicie una alta volatilidad del tipo de cambio, tal como ha sido la experiencia reciente de Venezuela.

Cabe destacar que dada la estructura recordar que la credibilidad de la banda y su consecuente éxito en el logro de sus objetivos estará siempre supeditado al comportamiento de los precios petroleros debido a que el principal oferente en el mercado cambiario es el Banco Central de Venezuela, el cual depende fundamentalmente de la disponibilidad de reservas internacionales y estas últimas están sujetas a la estructura monoprodutora del país.

En el caso de una baja sostenida de los precios petroleros o una merma de la recaudación interna, se comprometerá la gestión presupuestaria del Gobierno, ante lo cual los agentes económicos crearán expectativas adversas en cuanto a la sostenibilidad fiscal y expectativas devaluacionistas que implicarían una mayor intervención en el mercado cambiario para defender la banda a costa de una pérdida significativa de reservas internacionales. Si estas tendencias perduran en el tiempo, se alimentaría un ciclo perverso que agotaría el sistema de bandas, requiriéndose entonces un cambio de régimen acompañada de una importante devaluación.

Para disminuir la sensibilidad de la política cambiaria a las variaciones de los precios del petróleo, se hace necesario la conformación de políticas dirigidas a la

diversificación de la economía, así como mecanismos que induzcan a la disciplina fiscal y que permitan una planificación presupuestaria coherente con los objetivos de estabilidad de la economía real.

BIBLIOGRAFIA

BCV, "Informe Económico", varios años.

Bertola, Giuseppe y Ricardo Caballero, "Target Zones and Realignment", *American Economic Review*, Junio 1992.

Bertola, Giuseppe y Lars Svensson, "Stochastic Devaluation Risk and the Empirical Fit of Target Zone Models", *Review of Economic Studies*, 1993.

Corden, Max, "Exchange Rate Policies for Developing Countries", *The Economic Journal*, Enero 1993.

Flood, Robert y Peter Garber, "The Linkage between Speculative Attack and Target Zone Models of Exchange Rates", *The Quarterly Journal of Economics*, Noviembre 1991.

Frenkel, J Y J. Aizenman, "Aspects of The Optimal Management of Exchange Rates", *Journal of International Economics* N° 13, 1982.

Krugman, Paul, "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *Quarterly Journal of Economics*, Agosto 1991.

Krugman, Paul y Julio Rotemberg, "Speculative Attacks on Target Zones", en *Krugman, Paul y Marcus Miller, Exchange Rate Targets and Currency Bands*, Cambridge University Press, 1991.

Meese Richard y Kenneth Rogoff, "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do they Fit Out of Sample", *Journal of International Economics*, Febrero 1983.

Purroy, Miguel Ignacio, "Inflación y Régimen Cambiario: Un enfoque de economía política", Banco Central de Venezuela: Colección Económico Financiera, Serie Banca y Moneda, 1998.

Sardi, Regulo, Franciso Saéz y José Guerra "Aspectos teóricos y operativos para la definición de una banda cambiaria en Venezuela", Banco Central de Venezuela: Colección Premio Ernesto Peltzer, 1996.

Svensson, Lars, "An Interpretation of Recent Research on Exchange Rate Target Zones", Journal of Economic Perspectives, Fall 1992.

Svensson, Lars, "The Simplest Test of Target Zone Credibility", IMF Staff Paper, Septiembre 1991.