

**BANCO CENTRAL DE VENEZUELA
VICEPRESIDENCIA DE ESTUDIOS**



**TRAYECTORIA DE LA
POLÍTICA CAMBIARIA EN
VENEZUELA**

**JOSÉ GUERRA
JULIO PINEDA**

Febrero, 2000

Contenido

Introducción	2
I. Experiencia Venezolana con Diferentes Regímenes Cambiarios	8
I.a Tipo de Cambio Fijo: 1964-1983 (Febrero)	8
I.b Control de Cambios: 1983-1989 (Febrero)	14
I.c Flotación Cambiaria:1989-1992 (Septiembre)	18
I.d Minidevaluaciones: 1992 (Octubre)-1994 (Junio)	23
I.e Control de Cambios: 1994 (Julio)- Julio(1996)	25
I.f Bandas Cambiarias: 1996 (Julio)-1999	27
II. Credibilidad del Sistema de Bandas	28
II.a Algunas Propiedades de la Distribución del Tipo de Cambio dentro de la Banda	30
II.b El Test más Simple para Medir Credibilidad	30
II.c Cálculo de las Expectativas de Realineamiento: Modelo de Bertola y Svensson	33
II.d Expectativas de Realineamiento	35
Conclusiones	38
Referencias	40

Introducción¹.

En este trabajo se analiza el desenvolvimiento de la política cambiaria en Venezuela, haciendo énfasis en su relación con la política macroeconómica.

Se consideran todas las modalidades de arreglos cambiarios que se han adoptado en Venezuela al tiempo que se evalúan sus principales resultados en términos de actividad económica, inflación y cuenta corriente. Se concluye que la incompatibilidad entre políticas expansionistas de demanda y arreglos cambiarios que propenden a la estabilidad o fijación del tipo de cambio, se han traducido en crisis de balanza de pagos y rebrotes inflacionarios.

El documento se ha estructurado de la siguiente manera. En la primera parte se elabora con algún grado de detalle sobre los rasgos esenciales de la política cambiaria puesta en marcha en Venezuela desde que se retomó la fijación del tipo de cambio sin restricciones a las transacciones externas en 1964.

La segunda se aboca al estudio de la credibilidad del sistema de bandas de fluctuación de Venezuela, para lo cual se aplican un conjunto de pruebas ampliamente utilizadas en la literatura. Se concluye que la banda presentaba falta de credibilidad, según el análisis estadístico realizado. Finalmente, se exponen las conclusiones del trabajo.

¹ Se agradecen los comentarios de Adriana Arreaza, Oswaldo Rodríguez, Jesús Bianco, Hermes Pérez y demás participantes en el Seminario del BCV donde este trabajo fue presentado. Cualquier omisión es de la exclusiva responsabilidad de los autores.

Resumen

Este trabajo analiza los diferentes arreglos cambiarios en Venezuela a partir de la instrumentación del esquema de tipo de cambio fijo a comienzos de los sesenta tras el abandono del control de cambios. Se argumenta que en gran medida el abandono de los regímenes cambiarios ha ocurrido en medio de una crisis de balanza de pagos causada, principalmente, por la incompatibilidad de las políticas fiscal y monetaria con la política cambiaria, como es evidente en los episodios de 1982-83 y 1988-89. Las bandas de fluctuación puestas en práctica a partir de julio de 1996 constituyeron un intento por mejorar la credibilidad en el esquema cambiario luego de los resultados desfavorables del control de cambios adoptado en junio de 1994. Sin embargo, las pruebas estadísticas sobre credibilidad de la banda cambiaria, basadas en la metodología de Svensson y Bertola, ponen de manifiesto lo que parece ser una regularidad empírica en otras economías donde existe este tipo de arreglo cambiario: su falta de credibilidad.

Abstract

This paper analyzes the exchange rate regimes implemented in Venezuela, beginning with the fixed exchange rate policy after the abandonment of the exchange control system in the early sixties. It is argued that the abandonment of several exchange rate arrangements took place due, mainly, to the mismatch between fiscal and monetary policy and the exchange rate policy. Such a mismatch led, in turn, to balance of payment crises, as it is clear from the 1982-83 and 1988-89 experiences. The exchange rate band implemented since July 1996 was a policy intended to gain credibility after the collapse of the exchange control implemented in June 1994. However, some tests based on the work of Svensson and Bertola to examine the credibility of the exchange rate band, reveal lack of credibility in the exchange rate band in Venezuela. This stylized fact can be observed in other economies with exchange rate bands.

I. Experiencia Venezolana con Diferentes Regímenes Cambiarios

II.a Tipo de Cambio Fijo: 1964-1983 (Febrero)

Tras la remoción del control de cambios impuesto a finales de 1960, entre enero de 1964 y febrero de 1983 Venezuela mantuvo un régimen de tipo de cambio fijo con libertad irrestricta a los movimientos de capital. Durante la mayor parte de este período, la economía disfrutó de tasas de inflación excepcionalmente bajas, alto crecimiento económico y una balanza en cuenta corriente relativamente favorable, como se evidencia del Cuadro 1.

Cuadro 1: Indicadores Macroeconómicos

	PIB (Variación %)	Tasa de Inflación (%)	Saldo en Cuenta Corriente (Mill. US\$)
1965	5,9	1,7	44
1966	2,3	1,8	26
1967	4,0	0,0	169
1968	5,2	1,3	-193
1969	4,5	2,4	-220
1970	7,1	1,0	-104
1971	3,3	3,2	-11
1972	3,0	2,8	-101
1973	6,7	4,1	877
1974	5,8	8,3	5760
1975	5,2	10,2	2272
1976	7,8	7,6	254
1977	6,7	7,8	-3179
1978	2,1	7,1	-5735
1979	1,3	12,4	350
1980	-2,0	21,5	4728
1981	-0,3	16,0	4000
1982	-0,7	9,7	-4246

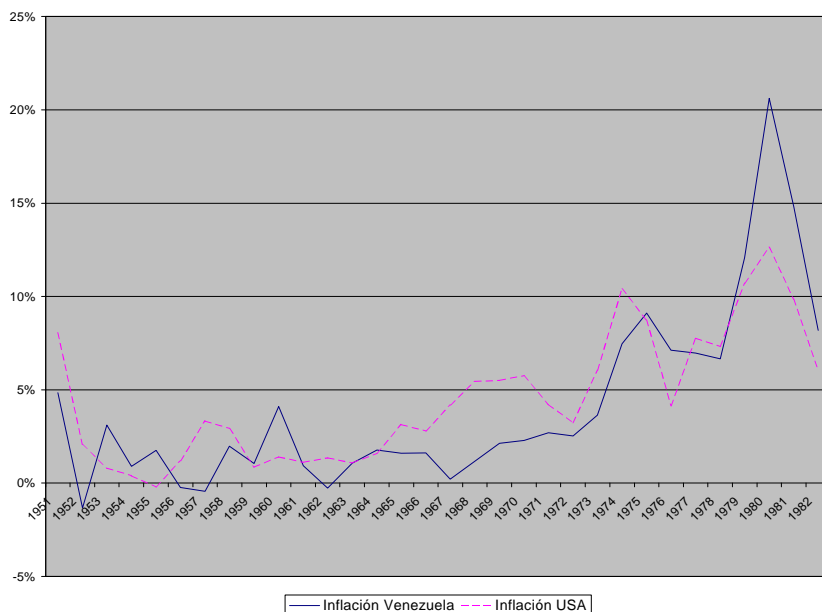
Fuente:BCV

Cabe apuntar que si bien es cierto que en promedio los indicadores citados mostraron signos positivos, después de 1974 se aprecia un deterioro importante en términos de inflación, en tanto que la cuenta corriente experimenta un déficit de 15% del PIB en 1978. A comienzos de los ochenta era evidente el desmejoramiento de la situación macroeconómica, en particular del sector externo, no obstante los extraordinarios aumentos de los ingresos petroleros, a raíz de la revolución iraní.

A la luz del desempeño de la economía durante el lapso de vigencia de la fijación del tipo de cambio, resulta conveniente analizar si el comportamiento de algunas variables replicó los efectos atribuibles al régimen de cambio fijo y las razones que condujeron al abandono del esquema de paridad fija en febrero de 1983.

Una de las principales virtudes que se atribuye al esquema de tipo de cambio fijo es que la tasa de inflación doméstica tiende a coincidir con la del país con el cual se determina el tipo de cambio. Desde una perspectiva de largo plazo, según se aprecia en el Gráfico 1, hasta 1979 las tasas de inflación de Venezuela y Estados Unidos tendieron a moverse de manera conjunta con índices inflacionarios promedios entre 1951 y 1979 de 2,98% y 3,98%, respectivamente. Esto sugiere que no solamente la economía venezolana reflejaba la disciplina financiera de los Estados Unidos, sino también que internamente prevalecía en alguna medida un compromiso por mantener los precios bajo control, con todas las salvedades del caso dado el tono de la política macroeconómica a partir de 1974, cuando las autoridades económicas privilegiaron la consecución de altas tasas de crecimiento como objetivo fundamental de la política económica.

Gráfico 1. Tasas de Inflación en Estados Unidos y Venezuela.



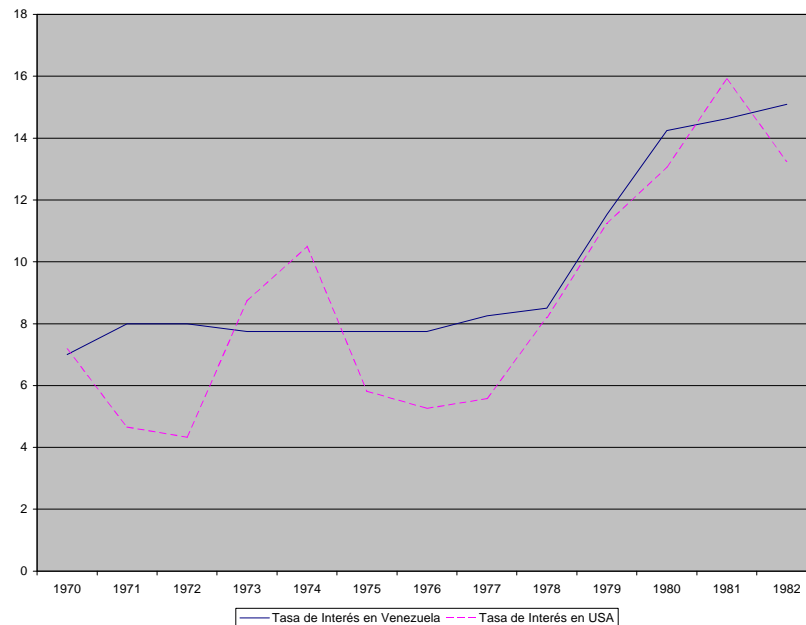
Durante 1974-78, el tipo de cambio continuó fungiendo como ancla nominal de los precios y la inflación interna permaneció en el entorno de la internacional a costa de la acumulación de un nivel de deuda externa cada vez mayor que hacía posible que las reservas internacionales no reflejaran totalmente el desequilibrio subyacente entre la expansión monetaria y la demanda por dinero. A pesar de que parte importante de ese desequilibrio se drenaba a través del sector externo, la inflación se aceleró durante ese período debido al efecto real del gasto sobre el ingreso y los precios y además por la considerable participación de los bienes no transables en el gasto del gobierno.

Las presiones de demanda sobre los precios se hicieron evidentes a partir de 1979 cuando se avanzó hacia un esquema de desregulación de la economía. Luego del salto inflacionario de 1980, la variación de precios tendió a seguir la pauta de la inflación estadounidense con tasas decrecientes hasta 1982, lo cual era posible por la filtración de los desequilibrios monetarios mediante una pérdida sostenida de reservas internacionales, no obstante los inlujos de deuda externa que recibió la economía venezolana entre 1979 y

1982. Esto sugiere que la diferencia observada entre las tasas de inflación de Venezuela y los Estados Unidos comienza a gestarse durante el lapso de vigencia del tipo de cambio fijo y se profundiza luego de su colapso, cuando las reservas no pudieron continuar apoyando el anclaje cambiario.

En lo relativo a las tasas de interés, a pesar de las fuertes regulaciones en el mercado financiero venezolano, la información disponible permite concluir que mientras estuvo en vigencia el esquema de tipo de cambio fijo, las tasas de interés internas y externas guardaron una estrecha correlación, aunque desde de los ochenta el diferencial de tasas se amplía considerablemente, resultado tanto de los efectos de la política antiinflacionaria de los Estados Unidos como de la liberación de las tasas en el mercado monetario interno y la persistencia de los desequilibrios internos, reflejados en altas expectativas de devaluación.

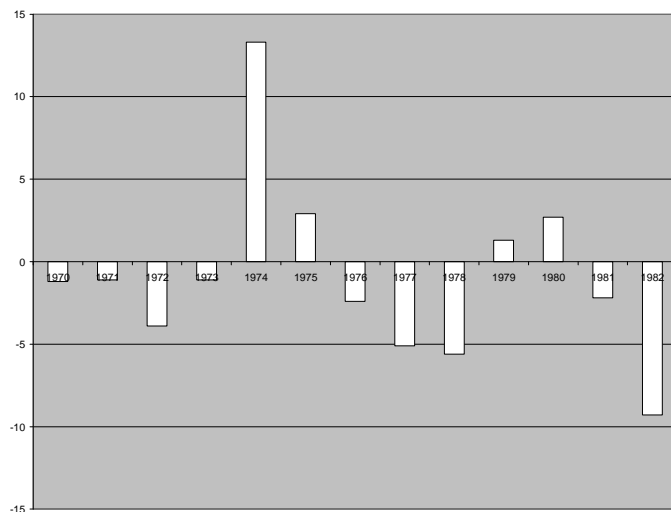
Gráfico 2. Tasas de Interés de Estados Unidos y Venezuela.



Uno de los aspectos cruciales en el diseño de un esquema de tipo de cambio fijo es el referido al comportamiento de las cuentas fiscales. Se ha argumentado que una de las propiedades del sistema de cambio fijo es que su

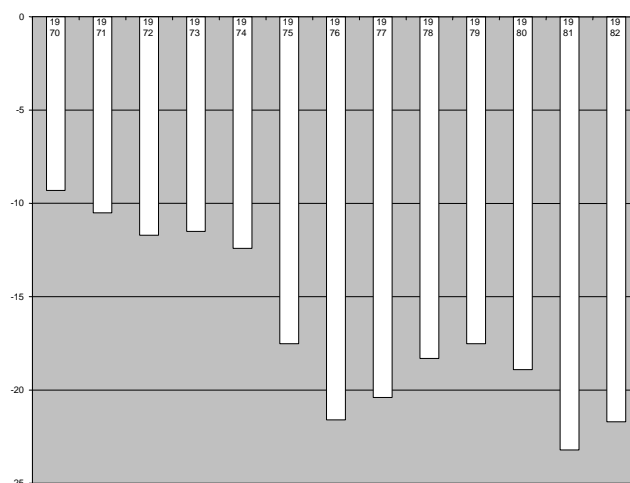
instrumentación tiene un efecto disciplinante sobre la política monetaria y fiscal, por cuanto gestiones macroeconómicas expansivas resultan inconsistentes con el sostenimiento del tipo de cambio fijo. Una forma de evaluar la calidad de la política macroeconómica es observando la trayectoria del déficit fiscal, medido respecto al tamaño de la economía. La inspección del Gráfico 3 permite aseverar que la existencia del régimen de tipo de cambio fijo no evitó que el sector público incurriera en desequilibrio fiscal; para una muestra de trece años, 1970-1982, en nueve de ellos las finanzas públicas cerraron con cifras negativas y en los años en los cuales no se reflejaron déficits, 1974, 1975, 1979 y 1980, ello obedeció al auge petrolero causado por una coyuntura internacional favorable antes que a un manejo prudente de la política fiscal.

Gráfico 3: Déficit del Sector Público como Porcentaje del PIB.



Conceptos de déficit fiscal más pertinentes para el caso de Venezuela como el déficit interno arrojan resultados que ponen en evidencia la naturaleza y magnitud del problema fiscal. Entre 1970 y 1982, el déficit interno siempre se situó en niveles elevados, según los patrones de comparación internacional, alcanzando su menor valor en 1970 (9,3% del PIB) y su cota superior en 1981 (23,2% del PIB), tal como se exhibe en el Gráfico 4.

Gráfico 4: Déficit Interno como Porcentaje del PIB



En síntesis, de la información relativa a las finanzas públicas anteriormente comentada, puede inferirse que la inconsistencia de la política fiscal con el mantenimiento del tipo de cambio fijo se ocultaba mediante influjos de capital producto del endeudamiento del sector público que hacía posible mantener una posición de activos externos aparentemente holgada. Cuando esos flujos se detuvieron o revirtieron, se hizo evidente la fragilidad de la política cambiaria seguida hasta entonces.

Como soporte adicional a la afirmación del carácter expansivo de la política fiscal, puede citarse que las tasas de crecimiento promedio de la demanda agregada del sector público durante esos períodos sobrepasaron con creces tanto las del crecimiento tendencial de la economía como las del producto efectivo. Esto sugiere que, en efecto, se estaba en presencia de una política fiscal claramente expansionista que en algún momento comprometería la estabilidad cambiaria.

La crisis de balanza de pagos que se gestó entre 1979 y 1982 se expresó con toda su intensidad en febrero de 1983. La combinación de altos niveles de inflación internos, considerablemente superiores a los internacionales durante tres años consecutivos, la disminución de las reservas internacionales, no obstante la centralización de los activos externos de

PDVSA y el FIV en el BCV, así como la revalorización de las tenencias de oro para fortalecer las reservas y, en general, una política fiscal y monetaria de corte expansivo, le restaron credibilidad al sostenimiento del tipo de cambio fijo, lo cual desató un ataque especulativo durante el segundo semestre de 1982 que culminó en el colapso del arreglo cambiario, una vez que el BCV había perdido más del 40% de su acervo de reservas internacionales. A lo anterior se adicionaron como agravantes, el estallido de la crisis de la deuda mexicana y la reducción de los precios del petróleo, lo que profundizó las salidas de capital y exacerbó las expectativas de devaluación y que finalmente se tradujo en un abandono del esquema de tipo de cambio fijo y en la adopción de un sistema de control de cambios en febrero de 1983.

Queda como experiencia de las reflexiones y de las evidencias anteriormente expuestas, que el tipo de cambio fijo *per se* no es un aval para la consecución del equilibrio fiscal ni para que las tasas de inflación internas y externas converjan. Antes bien, puede inferirse que arreglos institucionales en el área fiscal que atiendan el asunto de la solvencia intertemporal de las cuentas del sector público son determinantes para que un esquema cambiario de paridad fija sea sostenible. La credibilidad requerida para fijar el tipo de cambio debe laborarse con base en la disciplina financiera interna, con cambios estructurales que remuevan el sesgo al endeudamiento y al déficit en la gestión presupuestaria y reforzando la misión del BCV como garante de la estabilidad de precios y no exclusivamente intentando importar la reputación antiinflacionaria de la Reserva Federal o de cualquier otro banco central adverso a la inflación.

II.b Control de Cambios: 1983-1989 (Febrero)

Durante 1983, una vez instaurado el control de cambios, la política económica consistió en una combinación de expansión fiscal con laxitud monetaria para evitar una mayor contracción de la economía y preservar los niveles de empleo (BCV 1983). De esta manera, los objetivos antiinflacionarios y de restauración del equilibrio externo se remitieron a la imposición de medidas administrativas de racionamiento de divisas y control de precios.

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

1983 fue un año de transición debido a la realización de las elecciones nacionales y a las expectativas de un cambio de política económica dado, los resultados desfavorables en términos de actividad económica y expectativas de devaluación no obstante que la inflación disminuyó ligeramente y la cuenta corriente mostró un saldo superavitario, atribuible a los efectos iniciales restrictivos del control de cambios sobre los egresos de divisas.

En el Cuadro 2 se resumen los principales indicadores macroeconómicos del período. Se puede inferir la pérdida de eficacia de los controles para mantener la inflación al tiempo que se aprecia un importante deterioro de la cuenta corriente.

Cuadro 2: Indicadores Macroeconómicos

	PIB (Variación %)	Tasa de Inflación	Cuenta Corriente (Mill. US\$)	Déficit Fiscal (% del PIB)	Diferencial Cambiario (%)
1983	-5.6	7.20	4427	-5.8	130
1984	-1.1	19.2	4651	2.1	81
1985	0.2	11.4	3327	0.0	96
1986	5.6	12.7	-2245	-7.5	37
1987	3.6	40.3	-1390	-5.9	93
1988	5.8	35.5	-5809	-9.3	132

Fuente: BCV: Informes Económicos.

La administración que se inaugura en 1984 mantiene las bases de la política cambiaria diseñada en febrero de 1983, introduciendo rigidez o flexibilidad según la disponibilidad de divisas. Durante el lapso Marzo 1984-Diciembre 1988 se pueden distinguir dos periodos: el comprendido entre 1984 y 1985 y el que va desde 1986 a 1988. El primero se caracterizó por un intento de aplicar medidas de ajustes encaminadas a eliminar el déficit de la gestión financiera del sector público, mejorar la competitividad de la economía y mitigar el impacto de la devaluación sobre los precios. Ello implicó la realización de una devaluación de 41% al definirse una nueva tasa de cambio preferencial de Bs/US\$ 7,50 y traspasarse a esa nueva cotización la gran mayoría de las importaciones que antes se negociaban a la tasa de Bs/US\$ 4,30 y la totalidad de las efectuadas a Bs/US\$ 6,00. Paralelamente, el gobierno realizó una reducción importante de gastos que en conjunción con la mejoría de los ingresos fiscales producto de la devaluación, se tradujeron en un superávit fiscal de 2,1del PIB en 1984.

El sistema de precios administrados adquirió una nueva dimensión con la sanción de la Ley de Costos, Precios y Salarios, mediante la cual se establecía un complicado sistema de corrección de los precios de los bienes y los salarios. En lo referente a la política monetaria, el evento más importante lo

constituyó la decisión de retomar la fijación de la tasa de interés por parte del BCV, lo que permitió instrumentar una política monetaria de corte expansivo.

Durante el segundo lapso, 1986-1988, la política fiscal y monetaria se orientan al objetivo de reanimar la economía para lo cual se comenzó a instrumentar el plan nacional de inversiones y se disminuyeron la tasa de redescuento del BCV y las tasas de interés del mercado monetario. El intento de reactivar la economía enfrentó en 1986 la disminución del precio del petróleo (47%) lo que llevó a las autoridades a devaluar el tipo de cambio preferencial a finales de 1986 desde Bs/US\$ 7,50 hasta Bs/US\$ 14,50 y trasladar hacia esa cotización las importaciones que anteriormente se transaban a la tasa de Bs/US\$ 7,50.

Durante 1986, 1987 y 1988 ciertamente la economía refleja tasas de crecimiento considerables, particularmente en el sector no petrolero aunque esa expansión estaba acompañada de déficits crecientes en las cuentas externas, aceleración de la inflación y expectativas de devaluación, todo lo cual comprometería a futuro las posibilidades de crecimiento.

Los efectos de la corrección del tipo de cambio en diciembre de 1986 se expresaron en 1987 al triplicarse la inflación. El carácter expansivo de la política fiscal profundizaba las expectativas inflacionarias a lo cual las autoridades respondieron reforzando los controles mediante la ampliación de la lista de bienes cubiertos por el sistema de precios administrados. En 1988 se acrecentó la demanda por las divisas otorgadas a la tasa preferencial de Bs/US\$ 14,50 como consecuencia del amplio diferencial cambiario que reflejaba la percepción del mercado acerca del verdadero valor del tipo de cambio. Los compromisos de otorgamiento de divisas a la tasa preferencial y el reconocimiento de la deuda externa privada, comprometieron severamente la posición de activos externos.

La concurrencia de un déficit fiscal de 7,8% del PIB y de cuenta corriente equivalente a 9,1% del PIB, conjuntamente con la ampliación del diferencial cambiario hasta 132%, permitían anticipar un colapso de balanza de pagos a

finales de 1988 con el consecuente cambio de régimen. Este cambio se materializó en febrero de 1989 cuando se instrumentó un programa de ajuste con el FMI que implicó la adopción de un esquema de flotación del tipo de cambio.

II.c Flotación Cambiaria:1989-1992 (Septiembre)

La flotación del tipo de cambio fue apoyada con medidas de restricción monetaria y fiscal encaminadas a moderar los efectos inflacionarios del levantamiento de los controles cambiarios y de precios. Durante 1989, tanto la base monetaria como M2 acusaron disminuciones producto de la contracción monetaria que propició el BCV mediante un alza importante de la tasa de interés. La mejora sustancial de las cuentas fiscales es atribuible fundamentalmente a las ganancias de ingresos que produjo la devaluación (10,4% del PIB) y en menor medida a una reducción del gasto. Sin embargo, el marcado retardo en la aprobación de leyes fiscales como la que creaba el IVA, por ejemplo, restringieron considerablemente las posibilidades de emprender un ajuste fiscal de la magnitud requerida y con ello descargar la política monetaria de todo el peso del ajuste que implicaba aumentos permanentes de la tasa de interés.

Al cierre de 1989 la economía mostró un salto de la inflación conjuntamente de una fuerte recesión, causada en parte por el shock de oferta que representó la corrección instantánea de los desajustes cambiarios y la consiguiente devaluación. Posteriormente, la economía retomó una senda de expansión acompañada de un descenso de la inflación, como se deduce del Cuadro 3.

Cuadro 3: Indicadores Macroeconómicos

	PIB (Variación %)	Tasa de Inflación (%)	Cuenta Corriente (Mill. US\$)	Déficit Fiscal (% del PIB)
1989	-8.6	84.6	2161	-1.1
1990	6.5	40.7	8279	0.2
1991	9.7	34.2	1736	0.6
1992	6.1	31.4	-3365	-5.8

Fuente: BCV

La fuerte contracción de la economía en 1989 propició un viraje de la política fiscal en 1990 procurando estimular el crecimiento económico en tanto que la política monetaria conservaba su perfil contractivo intentando controlar las presiones inflacionarias. La mejora en la situación fiscal y en las cuentas externas se debió en esta ocasión a las condiciones favorables del mercado petrolero a raíz de la guerra del Golfo Pérsico. Ello abrió espacios para aumentar el gasto público que, conjuntamente con los incrementos del gasto privado, movió la economía de la fase recesiva en que se encontraba.

La política cambiaria se mantuvo sin modificaciones importantes durante 1991. La acción expansiva del gasto prosiguió durante ese año lo que llevó al Banco Central a profundizar su política restrictiva con el objeto de evitar un rebrote inflacionario, todo lo cual se tradujo en aumentos de la tasa de interés que en de aumento importante del crédito, significaba un deterioro para la cartera del sistema financiero.

En 1992 tiene lugar un shock político fundamental que repercutió en la política macroeconómica. En primer lugar, la política fiscal se tornó aún más expansiva como resultado de la presión social creada tras el intento de golpe de estado en febrero. En segundo lugar, la política monetaria profundizó su carácter restrictivo intentando que la inflación no se acelerara por el efecto de la gestión fiscal. Como resultado de lo anterior, la tasa real de interés activa acusó un aumento pronunciando situándose en el entorno del 10%.

Finalmente, la política cambiaria privilegió el sostenimiento del tipo de cambio para que éste evolucionara sin sobresaltos dada la gran incertidumbre política existente.

El viraje en política cambiaria ocurrió en octubre de 1992 al adoptarse un esquema de minidevaluaciones para permitir un deslizamiento suave del tipo de cambio que preservara la competitividad del sector transable. Sin embargo, otro shock político en noviembre de 1992 motivó que el Banco Central defendiera la política de ajuste gradual del tipo de cambio mediante fuertes intervenciones en el mercado cambiario y alzas de la tasa de interés. Al concluir 1992 reaparecieron los déficits fiscal y de cuenta corriente en tanto que el crecimiento de la economía disminuyó en buena parte debido a la incertidumbre política.

En 1993 se profundizó el clima de inestabilidad y, aunque se mantiene el esquema de minidevaluaciones, el BCV se ve forzado a acentuar su intervención en el mercado cambiario y monetario, lo que se expresó en aumentos de la tasa de interés real lo cual, en un nuevo ciclo caracterizado por la recesión, repercutió sobre la calidad de la cartera del sistema financiero.

II.d Minidevaluaciones: 1992 (Octubre)-1994 (Junio)

Aunque a lo largo de 1993 la política cambiaria de minidevaluaciones requirió que el Banco Central interviniera activamente en el mercado monetario y cambiario para mantener la estabilidad de la cotización, fue durante los primeros cinco meses de 1994 cuando la incertidumbre, la irrupción de la crisis financiera y la falta de definiciones precisas en materia de política económica por parte de la administración que asumió en febrero de 1994, se hicieron sentir sobre las cuentas externas.

La situación fiscal a comienzos de 1994 lucía muy comprometida por la disminución de los precios del petróleo y por el anuncio del nuevo gobierno de suspender la aplicación del IVA que había empezado en 1993 como parte de las medidas de emergencia aprobadas ese año. Cuentas fiscales deficitarias,

el efecto sobre la economía de tasas de interés reales pronunciadamente positivas y el cierre del segundo banco comercial más importante que luego desencadenaría una crisis bancaria, exacerbaron las expectativas negativas sobre la sostenibilidad del acuerdo cambiario. Adicionalmente, la inestabilidad del sistema bancario y el financiamiento monetario de la crisis financiera, propiciaron una corrida de depósitos que cuestionó la capacidad del Instituto Emisor para defender el sistema de minidevaluaciones.

El BCV, en defensa del tipo de cambio, aplicó una política monetaria restrictiva intentando absorber el exceso de dinero con motivo del rescate de los bancos con problemas de liquidez. Ello complementó la introducción de un esquema de subasta que pretendía calmar el exceso de demanda de divisas en el mercado. Así, el 3 de mayo se implanta el sistema de subasta simple que posteriormente dio paso a la subasta holandesa con el objeto de preservar el sistema de minidevaluaciones. Estas modalidades de política cambiaria resultaban totalmente inefectivas ante la magnitud de la crisis financiera, la cual se profundizó a mediados de junio de 1994 con la intervención de ocho bancos que abarcaban aproximadamente 25% de los depósitos.

Las presiones inflacionarias se potenciaron alcanzando la tasa de inflación mensual en junio de 1994, 9%, lo que significaba que la economía podía afrontar el inicio de un proceso hiperinflacionario.

Como resultado de la crisis financiera, se potenció la demanda de activos externos en medio de un esquema de política que priorizaba un deslizamiento suave del tipo de cambio, lo que causó al BCV una pérdida de reservas internacionales de más de US\$ 3.790 millones, equivalente a 45% del acervo total. En ese contexto, se abandonó el esquema de minidevaluaciones y se adoptaron un conjunto de medidas de emergencia en los aspectos cambiarios y de precios que llevaron a la aplicación de un control de cambios integral en julio de 1994.

II.e Control de Cambios²: 1994 (Julio)- 1996 (Julio)

La continua pérdida de reservas internacionales durante junio motivó el cierre del mercado cambiario entre el 27 de junio y el 9 de julio de 1994, una vez agotados los esfuerzos por detener las salidas de capital en el contexto del esquema de minidevaluaciones. Conviene destacar que el anuncio de control de cambios no fue hecho como parte de un programa económico para restituir los equilibrios, en particular el de las cuentas fiscales, sino más bien como medidas de urgencia para ganar tiempo vista la agudización de la crisis financiera y situación desfavorable de las expectativas.

Se instrumentó un control de cambios integral según el cual todas las transacciones, tanto corrientes como financieras, estaban cubiertas por una tasa de cambio única y la asignación de las divisas quedó a cargo de una junta donde participaban el BCV y el Gobierno Nacional. Este organismo suministraba divisas para las transacciones corrientes, el servicio de la deuda pública y privada, gastos de viajeros y remesas. Quedaron fuera de la asignación de divisas las transacciones de capital vinculadas a la adquisición de activos financieros por parte del sector privado.

La tasa de cambio oficial fue de BS/US\$ 170 lo que significó una devaluación de 23% respecto al tipo de cambio promedio de mayo de 1994. No se contempló la posibilidad de un mercado de cambios paralelo para quienes no pudiesen acceder a las divisas oficiales. Como era de esperar, fue apareciendo un mercado paralelo no oficial en el cual el tipo de cambio expresaba todas las distorsiones de un mercado excesivamente regulado. Dadas las dificultades que al principio se presentaron para obtener las divisas, el mercado paralelo fue adquiriendo cada vez más importancia lo que llevó a las autoridades a permitir su funcionamiento basado en la negociación de Bonos Brady. Estas operaciones comenzaron a finales de junio de 1995 y el precio de la divisa estadounidense resultante reflejó un diferencial cambiario de 39%, el cual continuó ampliándose hasta alcanzar el 92% en noviembre.

² Para detalles ver Guerra y Sáez (1997)

Una vez que los demandantes de divisas se fueron ajustando a los requerimientos administrativos que exigía la Junta de Administración Cambiaria, las reservas comenzaron a disminuir lo que determinó que las autoridades devaluaran el tipo de cambio oficial en 70% el 11 de diciembre de 1995, hasta Bs/US\$ 290. En buena medida lo que propició esta decisión de las autoridades fue el fuerte diferencial cambiario entre el tipo de cambio oficial y el del mercado paralelo lo cual expresaba un permanente exceso de demanda sobre las reservas internacionales.

Los indicadores macroeconómicos del período sugieren que la economía tuvo un pobre desempeño en términos de actividad económica, inflación y cuenta corriente.

Cuadro 4: Indicadores Macroeconómicos

	PIB (Variación %)	Inflación Trimestral (%)	Cuenta Corriente (Mill. US\$)	Diferencial Cambiario (%)
1994.III	-2.6	15.1	1541	-
1994.IV	3.5	12.6	698	-
1995.I	-1.7	8.6	1087	-
1995.II	0.8	11.3	285	47
1995.III	3.1	9.1	16	40
1995.IV	-1.9	15.8	216	51
1996.I	-2.6	21.5	1751	156

Fuente: BCV

El deterioro de la cuenta corriente a partir del segundo trimestre de 1995 y el decrecimiento de la economía refleja que estaban operando importantes salidas de capital encubiertas a través de las transacciones comerciales, al tiempo que había un fuerte incentivo a importar dado la sobrevaluación de la tasa de cambio oficial y el considerable diferencial cambiario lo cual hacía

suponer que la tasa de cambio paralela expresaba un valor de la divisa más cercano a las verdaderas condiciones del mercado.

A comienzos de 1996 se hizo evidente que el sistema de control de cambios se había agotado y que la economía estaba en una situación igual o peor que cuando el mismo se instrumentó. En abril se anunciaron un conjunto de medidas de política económica entre las cuales estaba el desmantelamiento del control de cambios y la adopción de un esquema de flotación entre bandas.

II.f Bandas Cambiarias: 1996 (Julio)-2002 (Febrero):

Venezuela comenzó a instrumentar el sistema de bandas cambiarias en julio de 1996, luego de desmantelar el esquema de control de cambios que estuvo vigente desde junio de 1994. La puesta en marcha de las bandas cambiarias estuvo precedida por un lapso de transición, comprendido entre abril y comienzos de julio de 1996, donde la moneda flotó limpiamente con el propósito de que el mercado apuntara hacia un tipo de cambio que indicara una posición de equilibrio, dado que la aplicación del esquema de control de cambios integral no consideró la existencia de un mercado paralelo sino exclusivamente transacciones realizadas a la tasa de cambio oficial la cual no necesariamente reflejaba condiciones de oferta y demanda. En esas condiciones, cuando se levantó el control no existía un referente de mercado que permitiera abrir las operaciones cambiarias con un precio específico, por ello la adopción de un sistema de flotación limpia a los inicios.

La definición de los parámetros de la banda, en particular la pendiente, estuvo condicionada por el uso que se le asignó al tipo de cambio como ancla de los precios. En efecto, se valoró que el abatimiento de la inflación, la cual se había acelerado considerablemente a partir de 1994, demandaba de un empleo más intenso del tipo de cambio nominal como guía del sistema de precios.

La tasa de deslizamiento de la paridad central fue establecida en 1,5% mensual, conforme a la meta de inflación negociada con el FMI. Ello implicaba

una apreciación real toda vez que se esperaba un importante repunte de la inflación por los efectos del desmantelamiento del control de cambios y de la devaluación que significó el movimiento del tipo de cambio de Bs/US\$ 290 a Bs/US\$ 470, donde finalmente se ubicó la cotización una vez que se levantaron los controles cambiarios. Al cierre de 1996, la inflación se cifró en 103,2%, mientras que para el subperíodo diciembre1996-agosto1996, las tasas de inflación y devaluación alcanzaron 18,0% y 0,9%, respectivamente.

La paridad central seleccionada correspondió a la del tipo de cambio observado el último día de la flotación (Bs/US\$ 470) en tanto que la amplitud de la banda fue $\pm 7,5\%$ de acuerdo con el impacto promedio de los shocks en cuenta corriente que suelen afectar a la economía venezolana. Por su parte, la pendiente se estableció en 1,5% mensual conforme al objetivo de inflación.

Durante la primera fase de la banda, del 8 de julio de 1996 al 31 de diciembre de 1996, el tipo de cambio se depreció en apenas 1,4%, que para todos los efectos prácticos puede interpretarse como un signo de estabilidad, dada la incertidumbre que acompañó a la política cambiaria desde el abandono del sistema de minidevaluaciones a raíz de la crisis financiera del primer semestre de 1994.

Cabe apuntar, sin embargo, que parte importante de esa relativa estabilidad del tipo de cambio puede explicarse tanto por la política de intervención intramarginal del BCV como por las entradas de capital que se registraron debido al aumento de las tasas de interés que siguió al anuncio del sistema de bandas y a la política de apertura petrolera que implicó considerables inversiones en el sector energético.

La banda cambiaria ha sido objeto de cinco realineaciones (Cuadro 5). En tres de ellas se ha ajustado la paridad central hacia la baja, se ha disminuido la tasa de deslizamiento y se ha conservado la amplitud, aunque la última, enero de 2002, ha implicado un moderado ajuste al alza, tanto en la paridad central de inicio como en la tasa de deslizamiento de la misma. El primer cambio ocurrió en enero de 1997 y la razón fundamental que lo motivó

fue el hecho de que el tipo de cambio observado estaba literalmente pegado a la paridad inferior de la banda y se estimaba que, de continuar la tendencia observada, podría perforarla.

Cuadro 5: Realineaciones de la Banda de Fluctuación del Tipo de Cambio

Fecha del Realineamiento	Magnitud del realineamiento de la paridad central (%)	Cambio en el deslizamiento (puntos porcentuales)
02-01-97	-8.15	-2.5
31-07-97	-3.85	-2.8
13-01-98	-3.67	1.7
02-01-01	-7.52	-8.0
02-01-02	0.93	3.0

La explicación de la segunda, tercera y cuarta realineaciones se asienta en las mismas causas que la anterior: el continuo acercamiento del tipo de cambio de mercado a la paridad inferior, donde seguían privando las condiciones favorables del mercado petrolero y el consiguiente influjo de reservas internacionales. Finalmente, la última realineación obedeció al relativo deterioro del panorama petrolero internacional así como el shock que experimenta la demanda de dinero, que se expresó en una caída de depósitos y una exacerbación de las presiones cambiarias.

La información contenida en el Cuadro 6 sugiere que el anclaje cambiario que la banda ha propiciado ha contribuido a la disminución de la inflación, aunque ésta muestra un importante componente inercial³ que no ha permitido una desaceleración más pronunciada del crecimiento de los precios. Sin embargo, los resultados en términos de actividad económica no parecieran ser del todo favorables, a juzgar por la alternancia de los períodos de recesión durante el esquema de bandas. Estos resultados parecieran estar en sintonía con la evidencia empírica internacional según la cual los regímenes de tipo de

³ Dorta et al (1998)

cambio fijo o más estables tienden a asociarse con menores tasas de crecimiento⁴.

Cuadro 6: Indicadores Macroeconómicos

	PIB (Variación %)	Inflación (%)	Cuenta Corriente (Mill. US\$)	Déficit Fiscal (% del PIB)
1996	-0,2	103,2	8.824	0,6
1997	6,4	38,2	6.739	1,9
1998	-0,1	31,0	-2.562	-4,1
1999	-6,1	20,1	3.557	-2,6
2000	3,2	14,2	13.111	-1,7
2001	2,7	12,3	4.395	-4,0

Fuente: BCV: Informes Económicos.

El comportamiento de la cotización al interior de la banda y de las ventas de divisas, tal como se muestra en el Gráfico 5 y en el Cuadro 7 pareciera indicar que el manejo de la banda por parte del Banco Central le imprimió al tipo de cambio un sesgo a favor de la estabilidad. Ello se corresponde con la intensificación del rol de ancla de la inflación que el Gobierno y el Instituto Emisor le confirieron al tipo de cambio a partir de 1999 (Mensajes de fin año del presidente del BCV, 1999, 2000 y 2001).

Cuadro 7: Variabilidad Tipo de Cambio Venta de Divisas

Año	Tipo de Cambio /1		Venta de Divisas /2	
	Desviación Estándar	Coefficiente de Variación	Desviación Estándar	Coefficiente de Variación
1996 /a	2,24	0,00	14,81	0,63
1997	9,69	0,02	16,19	0,33
1998	24,51	0,04	23,37	0,40
1999	23,48	0,04	12,35	0,31
2000	14,22	0,02	17,55	0,32
2001	17,83	0,02	17,38	0,23
2002 /b	140,62	0,15	35,27	0,49

/1 Promedio Mensual

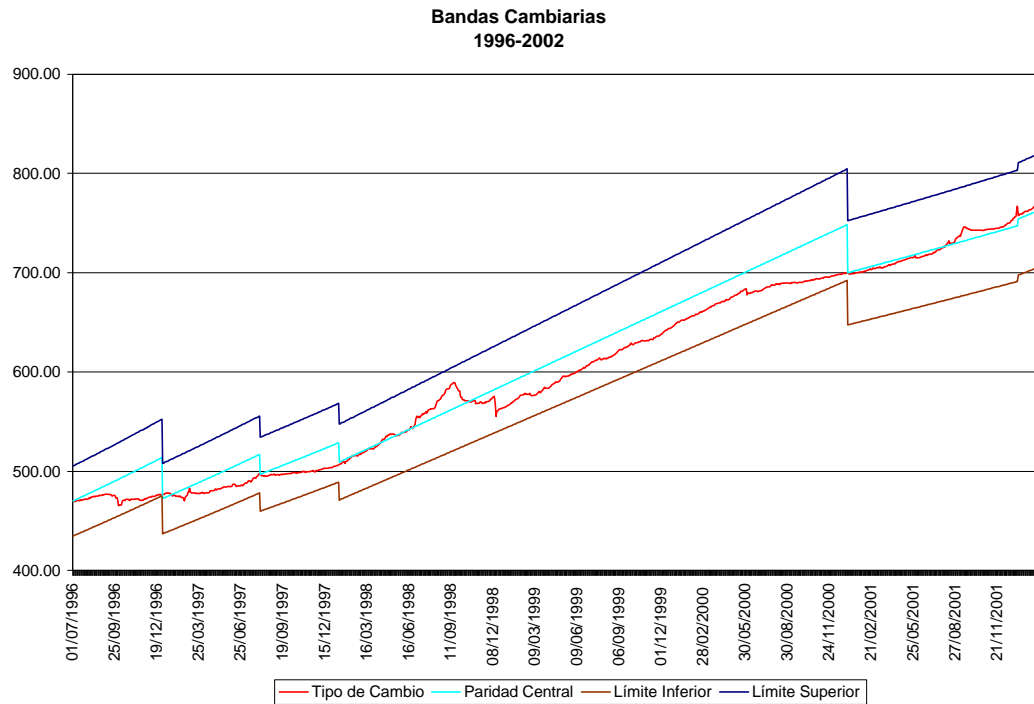
/2 Promedio Diario

/a Apartir del mes de Julio

/b hasta el mes de Julio

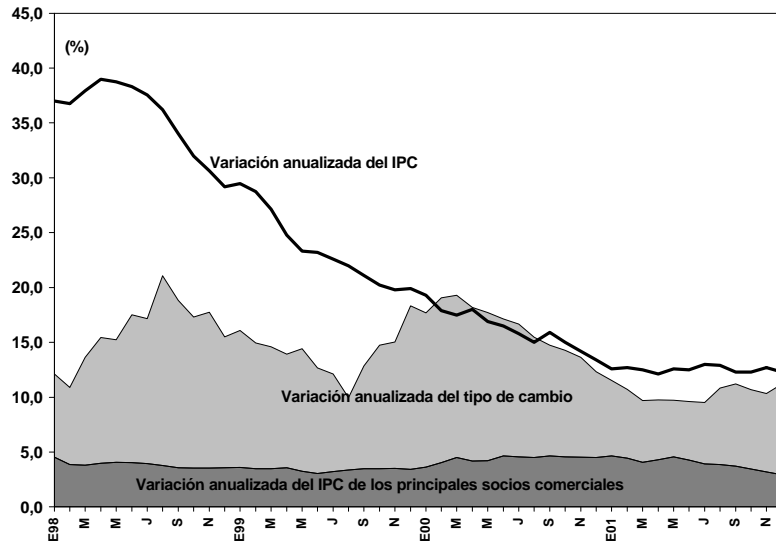
⁴ Para mayores detalles ver, Levy-Yeyati y Sturzenegger (2000).

Gráfico 5: Comportamiento del tipo de cambio dentro de la banda



Ciertamente, la estabilidad del tipo de cambio que la gestión del sistema de bandas posibilitó, permitió que la economía venezolana atestiguara un proceso de desaceleración de la tasa de inflación que hizo posible que al cierre de 2001 ese indicador se situara en la vecindad de un dígito. No obstante este comportamiento favorable de los precios, desde 2001 se comenzó a percibir que la tasa de inflación mensual anualizada mostraba resistencia a seguir disminuyendo a pesar del anclaje del tipo de cambio, lo que sugería de forma clara que estaba faltando el acompañamiento de la política fiscal para completar la convergencia más rápida de la inflación doméstica hacia la de los principales socios comerciales.

Gráfico 6: Inflación Doméstica (IPC) Vs Tasa de Depreciación e Inflación Socios Comerciales (1998-2001)



Fuente: BCV

Mientras que inflación exhibía ese patrón inercial, el tipo de cambio real acumulaba un grado de apreciación importante que comenzaba a cuestionar las posibilidades de crecimiento sostenido y que eventualmente incidiría adversamente sobre el sector externo de la economía. Efectivamente, la apreciación del tipo de cambio real operó a favor de la composición de la oferta en favor de los bienes producidos en el exterior lo que comprimía las posibilidades de una mayor expansión de la actividad económica. Adicionalmente, los saldos favorables de la cuenta corriente fueron disminuyendo como reflejo del deterioro de la competitividad exterior de la economía, lo que se expresó en la aparición de un déficit en la cuenta corriente en el cuarto trimestre de 2001, situación que no se observaba desde 1986, tras la debacle de los precios del petróleo.

Cuadro 8: Sobrevaluación del tipo de cambio real

Método de Medición	Nivel (%)	Fecha
Paridad de Poder de Compra	51.5	IV 2000
Precio Relativo T/NT	40.0	IV 2000
Medias Móviles (16)	24.1	IV 2000
Equilibrio General	15.0	II 2000
Modelos Fundamentos	16.0	IV 2000
Modelos Fundamentos *	24.7	I 2001
Rodríguez (2001) **	30.9	I 2001

*Corresponde a una caída en la tendencia del precio del petróleo de US\$ 1 por barril.

** Calculado según un modelo de equilibrio de largo plazo.

La sostenida disminución de las reservas internacionales, una situación fiscal muy comprometida por la caída de los precios del petróleo entre finales de 2001 y comienzo de 2002 en un contexto de inestabilidad política, exacerbaron el ataque especulativo que se gestó a lo largo de 2001, todo lo cual debilitó la posición de reservas internacionales del BCV que al 08 de febrero de 2002 había perdido 20% de sus activos externos respecto al saldo al 31 de diciembre de 2001. En estas condiciones, el Banco Central no pudo continuar defendiendo el tipo de cambio y optó por dejarlo flotar a partir del 12 de febrero de 2002.

No obstante el comportamiento estable del tipo de cambio en la banda de fluctuación, vale interrogarse acerca de un hecho empíricamente verificado en casi todas las experiencias donde han operado las bandas de fluctuación: su falta de credibilidad.⁵

⁵ Ver Licandro (1993) y Svensson (1992),

III. Credibilidad del Sistema de Bandas

El objetivo de esta parte del trabajo es aproximarse a una medición del grado de credibilidad del sistema de bandas cambiarias. La credibilidad se define, en este caso, como la estimación que hacen los agentes económicos acerca del compromiso de la autoridad monetaria con los parámetros de la banda, en particular la paridad central.

La necesidad de mantener la autonomía de las políticas monetaria y cambiaria en un ambiente caracterizado por shocks de demanda y, simultáneamente, la preocupación por proveer un ancla nominal a los precios, constituyen la justificación práctica para la adopción de un sistema de bandas cambiarias. En el plano teórico, la argumentación clásica tiene que ver con el papel estabilizador del sistema de bandas a través del proceso de formación de expectativas, las cuales están modeladas por la regla de intervención en los márgenes y por la capacidad de la autoridad monetaria de defender la banda.

El fundamento de los métodos aplicados para medir la credibilidad se encuentran en Svensson (1991) y en Bertola y Svensson (1993), y constituye un marco adecuado para analizar credibilidad imperfecta e intervenciones intramarginales. La aceptación de estas desviaciones del modelo básico de Krugman⁶ le otorgan mayor realismo al análisis y no necesariamente implican un juicio negativo sobre las ventajas de mantener un sistema de bandas.

Los métodos empleados poseen una simplicidad extrema y se basan en la paridad no cubierta de intereses. Sin embargo, la utilización de esta paridad internacional presenta algunos inconvenientes entre los que destacan:

- a) El grado de movilidad de capital tiene que ser elevado para que los mecanismos de mercado garanticen la paridad de intereses. En este sentido, los resultados de Guerra y Zavarce (1993) indican que Venezuela

⁶ El modelo de Krugman (1991) se fundamenta en los supuestos de credibilidad perfecta de los agentes en la autoridad monetaria y en que ésta sólo defiende el sistema mediante intervenciones en los márgenes de la banda.

exhibió un alto grado de inmovilidad de capitales durante el período 1968-1992. Sin embargo, hay razones para considerar que el diferencial de intereses es relevante para medir expectativas de devaluación y presiones sobre el mercado de divisas. En primer lugar, se puede argumentar que el sistema de bandas ha estado en vigencia en un período muy posterior al analizado en el citado estudio⁷. Por otra parte, en una economía con superávit estructural en la cuenta corriente⁸ puede darse el fenómeno de movilidad perfecta a la salida de capitales⁹. Por último, si se toma en cuenta que tanto la inversión como la intermediación financiera presentan tendencias decrecientes desde 1977, la decisión relevante para los ahorristas venezolanos¹⁰ será la de realizar inversiones financieras en activos denominados en bolívares o en dólares.

- b) La existencia de una prima de riesgo dificulta derivar las expectativas de depreciación a partir del diferencial de intereses. No obstante, el tema de los determinantes teóricos y los métodos prácticos para medir la prima de riesgo no están exentos de controversias y dificultades. Adicionalmente, la periodicidad diaria de los datos utilizados en este trabajo dificulta su medición. Esta decisión implica que es posible que se esté sobreestimando las expectativas de depreciación por lo que no se puede obviar este factor en las conclusiones.

7 En particular, desde 1996 no se han presentado episodios de controles sobre la cuenta de capital.

8 En efecto, a partir de 1974, la cuenta corriente se ha mantenido estacionaria con un superávit promedio de US\$ 1.100 millones.

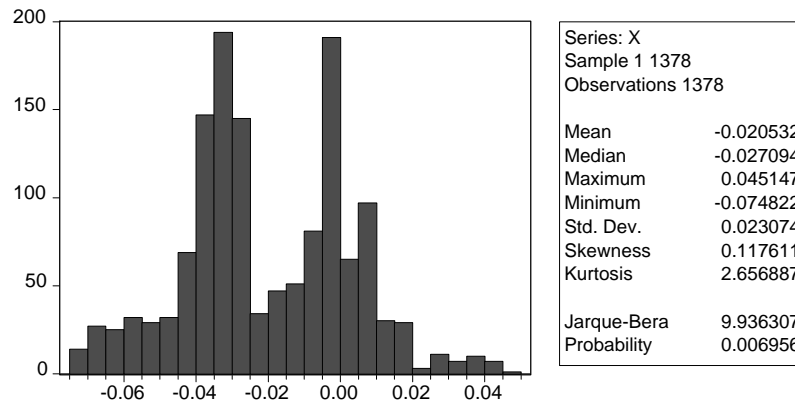
9 Véase Ramos (1988), para una definición más precisa de "movilidad en un sólo sentido". Con relación a la movilidad "bidireccional", Rojas y Rodríguez (1997) sugieren que la movilidad de capital ha venido aumentando en los últimos años, como consecuencia de la entrada de la banca extranjera, limitando el control del BCV sobre la tasa de interés.

10 Una de las implicaciones más interesantes del trabajo de Rodríguez, Hernández y Silva (1998), es que el sistema financiero es un sector recurrentemente superavitario. Este factor, junto a la existencia del fenómeno de desintermediación financiera, convierte a los agentes del sector financiero en potenciales especuladores en el mercado de divisas.

III.a Algunas Propiedades de la Distribución del Tipo de Cambio dentro de la Banda.

Al tomar el logaritmo de la posición relativa del tipo de cambio respecto de la paridad central, se tiene una medida de desviación, en tanto por uno, del tipo de cambio respecto al centro de la banda. Si se observa la distribución de esta desviación (llamada “X” en la literatura) para el caso venezolano, se apreciará que el tipo de cambio se mantuvo, en promedio, 2,05% por debajo de la paridad central durante todo el período de las bandas y, como puede deducirse del Gráfico 7, los valores no se encuentran concentrado alrededor de ese valor¹¹.

Gráfico 7: Distribución del Tipo de Cambio



Esta observación puede ser explicada sobre la base de las conclusiones de Zerpa et al (1997), donde se plantea la posible existencia de una “minibanda” determinada por la estrategia de intervención de la autoridad monetaria.

¹¹ El coeficiente de Pearson para esta muestra es de 1.12.

III.b El Test más Simple para Medir Credibilidad.

Seguendo a Svensson (1991), se puede visualizar el problema de la credibilidad a través de la consideración de cuál es el rendimiento, expresado en bolívares, de un instrumento denominado en dólares. Si i_t^* es la tasa de interés pasiva externa a 90 días, el rendimiento máximo, en bolívares, que un agente puede esperar es igual a i_t^* más la depreciación máxima que puede tener el bolívar ($(i_t^* + TMAX)$). Si el tipo de cambio se encuentra dentro de una banda de flotación y esta es creíble, entonces la depreciación máxima es la que se corresponde con un tipo de cambio ubicado en el límite superior de la banda dentro de 90 días. De la misma forma se calcula una rentabilidad mínima correspondiente a la depreciación que ubique al tipo de cambio en el borde inferior de la banda dentro de 90 días: $((i_t^* + TMIN))$, con lo cual la tasa de interés interna (i_t) debe moverse en el rango, si la banda es creíble:

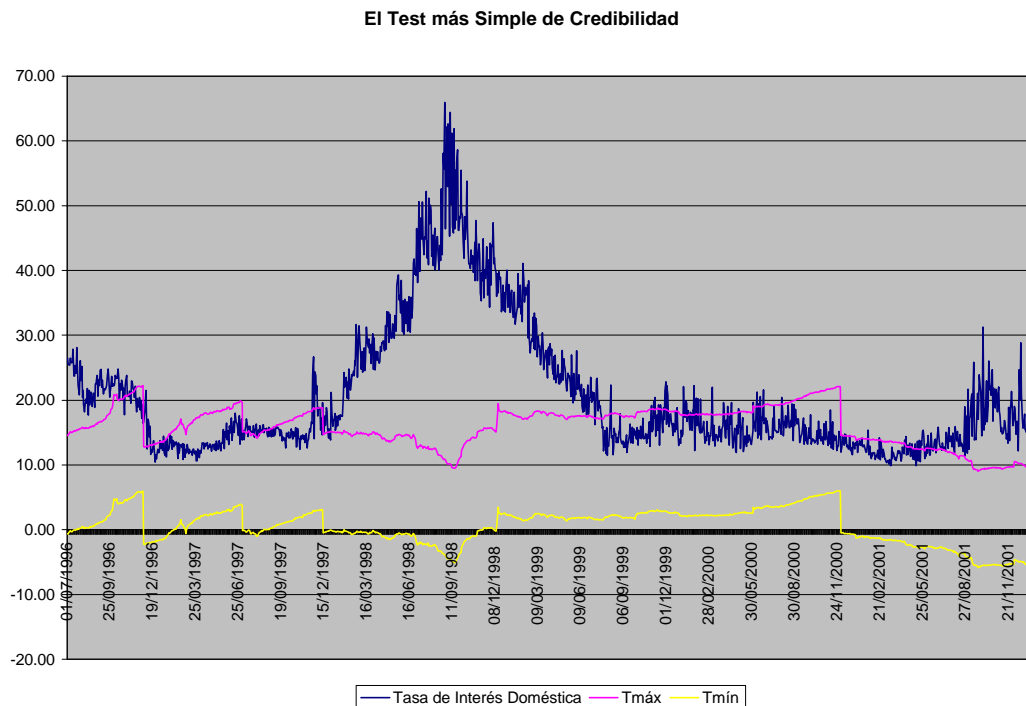
$$((i_t^* + TMIN) \leq i_t \leq ((i_t^* + TMAX))$$

Si la tasa de interés pasiva doméstica a 90 días se encuentra por encima del rendimiento máximo calculado para el instrumento externo, entonces la banda no es completamente creíble. Esto se debe a que los agentes, para mantener sus posiciones en moneda local, tendrían que ser compensados por el riesgo de una devaluación mayor a la implícita en los parámetros de la banda ¹² lo que llevaría a esperar la redefinición de al menos un parámetro¹³.

12 Si se aplica la paridad no cubierta de intereses, entonces la tasa de interés doméstica es mayor que la suma de la tasa de interés externa y la devaluación máxima permitida por la banda actual; luego la expectativa de devaluación (que equivale al diferencial de intereses) es mayor que la devaluación máxima, por lo que los agentes esperan que el tipo de cambio perfore el techo de la banda dentro de 90 días.

13 En la literatura sobre credibilidad generalmente se asumen posibles realineamientos de la paridad central; sin embargo, podría argumentarse que los cambios esperados en el ancho de la banda o en la tasa de deslizamiento de la paridad central pueden ser causas para la formación de expectativas de depreciación por encima de las permitidas según los parámetros actuales. Pero hay que admitir que la razón fundamental de que se privilegie el realineamiento de la paridad central en los modelos teóricos reside en la importancia de la reversión a la media como elemento dinamizador del tipo de cambio dentro de la banda.

Gráfico 8: Banda de Credibilidad para la Tasa de Interés Pasiva a 90 Días



Del Gráfico 8 se desprende que durante el último trimestre de 1996 y todo el año 1997, la banda fue creíble. Sin embargo, desde febrero de 1998 hasta principios de 1999, la tasa de interés doméstica estuvo por encima del rendimiento máximo del instrumento denominado en dólares. Este comportamiento reflejó una falta de credibilidad en el sistema de bandas bajo la forma de expectativas de devaluación. Sin embargo, la tendencia decreciente de la tasa de interés doméstica a partir de octubre de 1998, puede interpretarse como una muestra de mayor credibilidad en el arreglo cambiario vigente. Esta situación perduró hasta finales de mayo de 2002, cuando la tasa de interés salió de la banda de credibilidad hasta el final del régimen.

III.c Cálculo de las Expectativas de Realineamiento: Modelo de Bertola y Svensson.

Un método más sofisticado, y aplicado en una mayor cantidad de trabajos empíricos, que el test más simple para detectar la existencia de falta

de credibilidad es el desarrollado por Bertola y Svensson (1993). El procedimiento de Bertola y Svensson para estimar la credibilidad se basa en la propiedad de "reversión al interior de la banda", la cual establece que el tipo de cambio tenderá a moverse hacia el centro de la banda con una fuerza que es mayor a medida que está más alejado de la paridad central. Si hay credibilidad perfecta, entonces los efectos "honeymoon" y "smooth pasting"¹⁴ aseguran la reversión. Por otra parte, si hay credibilidad imperfecta el movimiento aparente del tipo de cambio será motorizado por una combinación de dos fuerzas: la que lo mueve hacia el centro de la banda actual y la que lo moviliza hacia el centro de la banda esperada luego de la probable redefinición de los parámetros¹⁵.

Con fines exclusivamente ilustrativos se expone de seguidas el modelo de Bertola y Svensson. Según la paridad no cubierta de intereses, la relación entre el diferencial de intereses y las expectativas de depreciación se representan de la siguiente manera:

$$(i_t - i_t^*) = E_t(ds_t)/d\tau \quad (1)$$

donde i_t es la tasa de interés doméstica, i_t^* es la tasa de interés externa, s es el tipo de cambio nominal, $d\tau$ es el tiempo de maduración de los activos asociados a las tasas de interés, y E es el operador de expectativas condicionadas a la información disponible en el momento t .

La expectativa de depreciación puede descomponerse a su vez de la siguiente forma:

$$E_t(ds) = E_t(dx) + E_t(dc) \quad (2)$$

¹⁴ En el trabajo de Zerpa et al citado anteriormente se realizaron pruebas que evidencian que el efecto "smooth pasting" es limitado en el caso venezolano, lo cual es consistente con una política de intervenciones intramarginales. Sin embargo, es importante destacar que una política de intervenciones intramarginales no elimina la capacidad estabilizadora de la banda respecto al tipo de cambio (Svensson, 1992).

¹⁵ Esta idea fue desarrollada por Bertola y Caballero (1992).

Donde x es la posición relativa del tipo de cambio dentro de la banda y c es la paridad central, luego $E_t(dc)$ puede ser interpretada como la expectativa de realineamiento de la banda, que es la variable que recoge el grado de credibilidad en el sistema cambiario. Sustituyendo (1) en (2) y despejando la expectativa de realineamiento se tiene:

$$E_t(dc)/d\tau = (i_t - i_t^*) - E_t(dx)/d\tau \quad (3)$$

Como el diferencial de intereses es observable, sólo falta por estimar $E_t(dx)$, la expectativa de depreciación al interior de la banda para poder calcular la credibilidad del sistema de bandas. Bertola y Svensson sugieren, sobre la base de las propiedades matemáticas del modelo, que una regresión entre la posición del tipo de cambio dentro de la banda y la variación del tipo de cambio puede servir para realizar estimaciones de la expectativa de depreciación dentro de la banda. Así, el modelo a estimar tendría la siguiente forma:

$$E_t(dx) = \sum_{i=1}^n \beta_i R_i + \alpha_1 X_t + \gamma D_t \quad (4)$$

Donde $E_t(dx)$ es la variación esperada de la posición del tipo de cambio respecto de la paridad central, durante un período de 90 días, R_i ($i= 1,2,3,4,5$) es el intercepto asociado a cada régimen, D es una variable dummy y X_t es el nivel de la posición relativa del tipo de cambio respecto a la paridad central al comienzo del período. Una vez obtenidos los valores estimados de la expectativa de depreciación dentro de la banda, se sustituyen en la ecuación (3) y así se obtienen estimaciones de la expectativa de realineamiento como medida de credibilidad.

La regresión entre la variación del tipo de cambio y el nivel de la posición relativa del mismo en la banda permite contrastar la hipótesis de reversión a la paridad central si el coeficiente que relaciona ambas variables es negativo. Para el lapso comprendido entre el 28 de junio de 1996 y el 14 de

febrero de 2002¹⁶, con datos diarios, la estimación del modelo arrojó los siguientes resultados¹⁷:

Cuadro 9: Modelo de Expectativa de Depreciación del Tipo de Cambio Dentro de la Banda

$$E_t(dx) = \sum_{i=1}^5 b_i R_i + \sum_{j=1}^3 a_j X^j_t + gD_t$$

	Parámetro Estimado	Estadístico t
β_1	-0.004	(-2.29)
β_2	-0.003	(-2.02)
β_3	-0.003	(-1.83)
β_4	-0,002	(-2.10)
β_5	0.001	(2.05)
α_1	-0.970	(-44.6)
γ	0.056	(13.16)
N= 1378 (del 8/7/96 al 14/2/02) R ² = 0,98		

Es de destacar que el signo negativo del coeficiente de x_t muestra la existencia de reversión al interior de la banda, lo cual verifica una propiedad general de las bandas de fluctuación. En general, el signo negativo del intercepto sugiere que hay un sesgo hacia la apreciación dentro de la banda, posiblemente ligado a una mejora de los fundamentos debido a shocks reales favorables, asociados a la mejora de los términos de intercambio en la mayor parte del período de vigencia de la banda y/o a la existencia de intervenciones intramarginales.

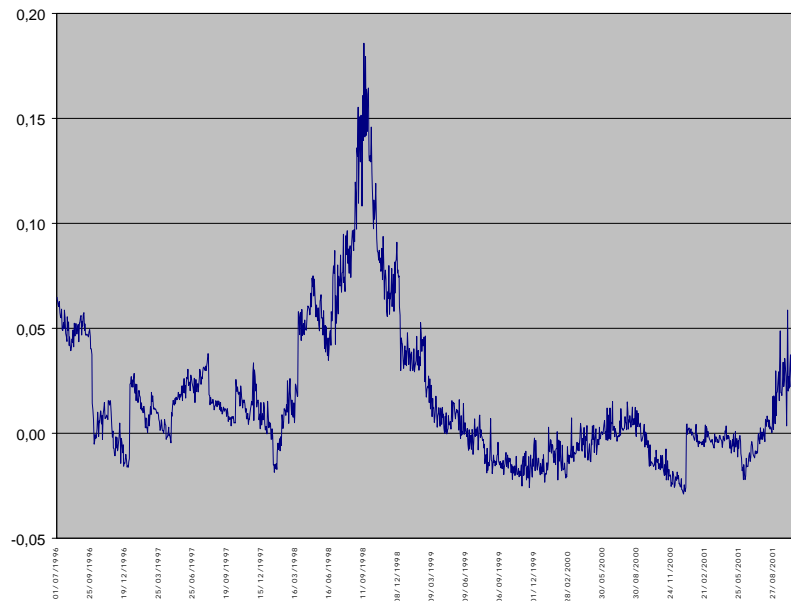
¹⁶ Se consideran cinco subperíodos o regímenes, cada uno entre dos realineamientos.

¹⁷ En este trabajo se utilizó una regresión por mínimos cuadrados ordinarios corregida la autocorrelación por Cochrane-Orcutt y la heterocedasticidad por Newey-West. Es posible que en ciertos casos sea necesario añadir potencias de x como regresores, como en Rose y Svensson (1991), pero este no es el caso del modelo estimado.

III.d Expectativas de Realineamiento.

A partir del diferencial de intereses e incorporando el efecto de reversión a la paridad central estimado anteriormente (ecuaciones 3 y 4), se calculó la variable que en este trabajo se identifica con la expectativa de devaluación o de realineamiento de la banda, $E_t(dc)/d\tau$, la cual se presenta en el Gráfico 9. Es decir, a partir de $E_t(dc)/d\tau$, se puede contrastar la hipótesis de credibilidad del sistema de bandas.

Gráfico 9: Expectativas de Realineamiento.



Con el modelo que se formula de seguidas, básicamente se intenta medir el efecto de un incremento de la posición relativa del tipo de cambio sobre las expectativas de realineamiento de la banda. En otras palabras, si se observa un acercamiento del tipo de cambio al tope superior de la banda aumenta las expectativas de devaluación. Conviene enfatizar que el hecho de que se valide el supuesto de reversión a la paridad central no implica necesariamente que la banda sea creíble; sino que el tipo de cambio converge a la paridad central de una nueva banda, después de la realineación.

El modelo a ser estimado se basa en Caramazza (1993), Thomas (1994) y Helpman et al (1994):

$$E_t(dc)/dt = \sum_{i=1}^n \beta_i R_i + \alpha_1 X_t + \alpha_2 X_t^2 + \alpha_3 X_t^3 + \gamma_t Z_t \quad (5)$$

donde: $E_t(dc)/dt$ mide las expectativas de devaluación o realineación, R_i son los interceptos, correspondientes a las tres realineaciones de la banda, X_t es la posición, respecto de la paridad central, del tipo de cambio dentro de la banda y Z_t corresponde a un vector de variables que inciden sobre las expectativas de devaluación que, para los fines de este trabajo y dada la frecuencia diaria de la información utilizada, se redujo a la variación de la reservas internacionales.

La prueba fundamental sobre la credibilidad de la banda se basa sobre los estimadores de α_i , particularmente sobre α_1 : si su valor es positivo, es decir que la distancia entre el tipo de cambio y la paridad central se ensancha, aumentarán las expectativas de realineación de la banda. Contrariamente, si su valor es negativo o estadísticamente igual a cero, la banda será creíble por cuanto aumentos de la posición relativa del tipo de cambio en la banda no se expresarán en mayores expectativas de realineación.

Los resultados del modelo son los siguientes:

Cuadro 10: Estimación de la Credibilidad de la Banda

$$E_t(dc)/dt = \sum_{i=1}^n \beta_i R_i + \alpha_1 X_t + \alpha_2 X_t^2 + \alpha_3 X_t^3 + \gamma_t Z_t$$

	Parámetro Estimado	Estadístico t
β_1	0.54	2,81
β_2	0.53	2.70
β_3	0.53	2.68
β_4	0.52	2.68
β_5	0.48	2.50

α_1	1.62	15.88
α_2	20.4	5.68
α_3	118	1.81
γ	-0.05	-2,49
N= 1378 (del 8/6/96 al 14/2/02)		R ² : 0,70

Estos resultados sugieren que las expectativas de realineación de la banda aumentan en la medida que el tipo de cambio observado se aleja de la paridad central. Debe destacarse el efecto de las reservas internacionales: un incremento del acervo de activos externos del banco central se traduce en menores expectativas de realineamiento o en expectativas de apreciación, como cabría esperar. Ello pone de relieve dos aspectos de la banda de fluctuación en Venezuela. Por una parte, se confirma el hecho empíricamente verificable en la mayoría de las experiencias de bandas de fluctuación, la falta de credibilidad. Por la otra, esa la falta de credibilidad es compensada por la fortaleza que adquiere la banda con una posición sólida de activos externos, como la que ha tenido Venezuela desde que este esquema cambiario entró en vigencia.

En este contexto, es perfectamente entendible que la banda no haya sido objeto de importantes ataques especulativos no obstante el cambio brusco de signo que han experimentado los términos de intercambio, de acuerdo al desenvolvimiento del mercado petrolero internacional.

Conclusiones.

La escogencia del régimen cambiario más apropiado para una economía es una asignación de por sí difícil. La complejidad aumenta al considerar los rasgos particulares de una economía petrolera como la venezolana donde los cambios de signo en los términos de intercambio siempre están en la agenda de la política económica. Esos shocks reales que suelen acompañar a Venezuela no se disipan con rapidez si no más bien tienden a traducirse en

perturbaciones fiscales y monetarias en virtud del particular mecanismo de conformación de la estructura fiscal y de los mecanismos de creación y destrucción de dinero.

La valoración del período de tipo de cambio fijo (Enero 1964- Febrero 1983) considerada en la segunda parte de este artículo, apunta a que la economía mostró un excelente desempeño durante parte importante de ese lapso, en virtud de que una política fiscal conservadora respaldaba el anclaje del tipo de cambio. Sin embargo, una vez que las cuentas fiscales perdieron la senda del equilibrio que las había caracterizado, el esquema de fijación del tipo de cambio comenzó a confrontar problemas de credibilidad toda vez que la inflación se aceleró, el tipo de cambio real se apreció y se produjo fuga de capitales. Al final, ello se tradujo en un ataque especulativo que terminó con el más prolongado ciclo de estabilidad que ha conocido la economía venezolana.

Es claro de la experiencia analizada que el tono de la política fiscal ha determinado los resultados esperados de los distintos arreglos cambiarios instrumentados en Venezuela. Ante una actuación fiscal que no apoya la reducción de la inflación, el esfuerzo de la política monetaria y cambiaria se magnifica, lo que no necesariamente resulta conveniente para la solvencia del sistema financiero o la viabilidad del sector externo.

Ante incontables intentos fallidos por estabilizar la economía, en unos casos basados en la fijación del tipo de cambio y en otros mediante el control de los agregados monetarios, el sistema de bandas vino a representar un esfuerzo por prefigurar una trayectoria de estabilidad para el tipo de cambio, sin que ello comprometiera en exceso la independencia de la política monetaria. Ciertamente su contribución a la reducción de la inflación está a la vista. No obstante, ese aporte es limitado por la falta de una reforma fiscal que confiera solvencia a las cuentas públicas y reduzca significativamente el sesgo al endeudamiento y al déficit de la gestión presupuestaria.

La evidencia empírica reportada en este documento apunta a que la banda cambiaria exhibe la propiedad de reversión a la paridad central que la teoría

pronostica. Sin embargo, las pruebas de credibilidad ratifican que existen expectativas de realineamiento endógenas, es decir, que la banda presentaba credibilidad incompleta, hecho por lo demás observable en otras economías donde su manejo ha sido más flexible y donde el mercado cambiario presenta una gran cantidad de instrumentos que facilitan la intervención de la autoridad monetaria.

Cabe advertir que esta conclusión está matizada por dos factores, uno relacionado con las favorables condiciones del mercado petrolero que, al posibilitar un aumento de las reservas internacionales, compensa en parte el señalamiento anterior, relativo a la falta de credibilidad de la banda; el otro tiene que ver con las muy serias limitaciones que impone trabajar con datos diarios, dada la ausencia de variables relevantes para el estudio que mantengan esa frecuencia.

Referencias.

Bertola, G, and Caballero, R. (1992): "*Target Zones and Realignment*", American Economic Review, 82 (3).

BCV (1983, 1984): "*Informe Económico*".

BCV (1999,2001,2002): *Declaración de fin de año del presidente del BCV*.

Bertola, G., and Svensson, L. (1993): "*Stochastic Devaluation Risk and Empirical Fit of Target -Zone Models*", Review of Economic Studies, 60, pp. 689-712.

Caramazza F. (1993): "*French-German Interest Rate Differentials and Time Varying Realignment Risk*". IMF, Staff Papers Vol 40, No 3

Dorta M, Guerra J y Sánchez G (1998): "*Credibilidad y Persistencia de la Inflación en Venezuela*". Revista del BCV, Vol XII, No 2.

Frankel J. A (1999): "*No single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*". NBER, Working Paper 7338.

Guerra, J. y Zavarce, H. (1993): "*Movilidad de Capitales y Política Monetaria en Venezuela*", Cuadernos del BCV, Serie Técnica, N° 3.

Guerra J y F. Sáez (1997): "*Experiencia Cambiaria Reciente en Venezuela*". En FLAR: Política Cambiaria en los Países Miembros del FLAR.

Helman E et al (1994): "*A New Breed of Exchange Rate Bands: Chile, Israel and México*" Mimeo.

Krugman P (1991): "*Targets Zone and Exchange Rate Dynamics*". Quarterly Journal of Economics. Vol 106.

Le Fort G (1995): "*Política Monetaria, Política Cambiaria y Ancla Nominal*". Ponencia Presentada en el Seminario sobre Experiencias Antiinflacionarias en América Latina. BCV.

Levy-Yeyati E y F. Sturzenegger (2000): "*Exchange Rates Regimes and Economic Performance*"., Mimeo Universidad Torcuato Di Tella.

Licandro, J. (1993): "*Análisis de la Zona Objetivo para el Tipo de Cambio en Chile*", Cuadernos de Economía, año 30, N° 90, pp. 179-198.

Mesa Callejas, R. (1997): "*Banda Cambiaria y Credibilidad en Colombia*", Lecturas de Economía, N° 46, enero-junio, pp. 128-166.

Mishkin, F .S (1999): "*International Experiences with Different monetary Policy Regimes*". NBER Working Paper 7044.

Obstfeld , M and K Rogoff (1995): "*The Mirage of the Exchange Rates*", Journal of Economic Perspectives, Vol 9, No 4.

Rodriguez, O., Hernandez, M., y Silva, J. (1998): "*Los Determinantes y la Asignación del Ahorro en Venezuela*", Gerencia de Investigaciones Económicas (BCV) , mimeo.

Rojas, E. y Rodriguez, P. (1997): "*El Papel de la Estructura Financiera en la Transmisión de la Política Monetaria*", Serie Documentos de Trabajo N°8, BCV.

Rose, A., and Svensson, L. (1991): "*Expected and Predicted Realignments: The FF/DM Exchange Rate During the EMS*", NBER Working Paper N° 3685.

Svensson, L. (1991): "*The Simplest Test of Target Zone Credibility*", IMF Staff Papers, 38, pp. 655-65.

Svensson, L. (1992): "*An Interpretation of Recent Research on Exchange Rate Target Zones*", Journal of Economic Perspectives, 6 (4).

Thomas A (1994): "*Expected Devaluations and Economic Fundamentals*". IMF, Staff Papers, Vol 41 No 2.

Vergara R (1994): "*Política Cambiaria en Chile: La Experiencia de una Década 1984-1994*". Artículo Pesentado en la XIII Reunión de la Sociedad Econométrica de América Latina. Caracas.

Zerpa, R., Alvarez, F., Sáez, F., y Sardi, R. (1997): "*Política de Intervención y Formación de Expectativas en el Mercado Cambiario*", Serie Documentos de Trabajo N°12.