

Rico M., Tinto J. (2009). Tasa de cambio venezolana: ¿Factor impulsador de una crisis de primera generación?. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 54, 169-187.

Tasa de cambio venezolana: ¿Factor impulsador de una crisis de primera generación?

Marco A. Rico F.

Profesor Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la
Universidad de Los Andes. A.A. 5101 Mérida, Estado de Mérida,
República Bolivariana de Venezuela.
marcorico63@hotmail.com

Jaime Tinto Arandes

Profesor Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la
Universidad de Los Andes. A.A. 5101 Mérida, Estado de Mérida,
República Bolivariana de Venezuela.
tinto@ula.ve

Clasificación JEL: E52, E60, E23, E24, E31

Tasa de cambio venezolana: ¿Factor impulsador de una crisis de primera generación?

Resumen: se reflexiona sobre la tasa de cambio anclada que mantiene la República Bolivariana de Venezuela desde el primero de marzo del año 2005 y se pretende abrir la discusión para determinar si ésta, en el marco de las tendencias evolutivas de otros indicadores económicos de este país, como la inflación, los incrementos del salario mínimo, el producto interno bruto, la tasa de desempleo y la deuda externa, entre otros, constituye o no un factor impulsador de una posible crisis financiera de primera generación. Mediante revisión documental y aducción inferencial, se vislumbra que la crisis ha sido influenciada por políticas cambiarias y con un mayor impacto cuando las economías emergentes han estado reguladas por tasas de cambio fijas.

Palabras clave: crisis de primera generación, tasa de cambio, anclaje, indicadores económicos, Venezuela

Venezuelan exchange rate: Is this the promoter of a first generation crisis?

Abstract: This article reflects on the fixed exchange rate that the Bolivarian Republic of Venezuela has kept since March 1, 2005. This article also aims to start a discussion to determine if this exchange rate, within the framework of the evolutionary trends of other economic indicators of this country (such as the inflation, the increase of the minimum wage, the gross domestic product, the unemployment rate and the external debt, among others) constitutes or not a factor that promotes a possible first generation financial crisis. By means of a documentary review and inferential adduction, it can be perceived that the crisis has been influenced by the exchange rate policies, with a bigger impact when the emergent economies have been regulated by fixed exchange rates.

Key words: first generation crisis, exchange rate, fixation, economic indicators, Venezuela

Taux de change vénézuélien: Facteur promoteur d'une crise de première génération ?

Résumé: on réfléchit sur le taux de change lié que la République Bolivarienne de Venezuela maintient depuis le 1 mars 2005 et l'on prétend ouvrir la discussion afin de déterminer si ce taux de change, dans le cadre des tendances évolutives d'autres indicateurs économiques de ce pays, comme l'inflation, les augmentations du salaire minimum, le produit intérieur brut, le taux de chômage et dette extérieure, entre autres, constitue ou pas un facteur promoteur d'une possible crise financière de première génération. Grâce à une révision de documents et à une adduction inférentielle, s'aperçoit que la crise a été influencée par des politiques cambiaires et encore plus lorsque les économies émergentes ont été contrôlées par des taux de change fixes.

Mots-clés: crise de première génération, taux de change, fixation, indicateurs économiques, Venezuela

Taxa de câmbio venezuelana: Fator impulsor de uma crise de primeira geração?

Resumo: reflexiona-se sobre a taxa de câmbio ancorada que mantém a República Bolivariana da Venezuela a partir de 1º de março de 2005 e se pretende abrir a discussão para determinar se a mesma, no âmbito das tendências evolutivas de outros indicadores econômicos deste país, como a inflação, os aumentos do salário mínimo, o produto interno bruto, a taxa de desemprego e a dívida externa, entre outros, constitui ou não um fator impulsor de uma possível crise financeira de primeira geração. Mediante uma revisão de documentos e adução inferencial, vislumbra-se que a crise foi influenciada por políticas cambiais e com um maior impacto quando as economias emergentes têm estado reguladas por taxas de câmbio fixas.

Palavras-chaves: crise de primeira geração, taxa de câmbio, ancoragem, indicadores econômicos, Venezuela

Tasa de cambio venezolana: ¿Factor impulsador de una crisis de primera generación?

Marco A. Rico E. y Jaime Tinto Arandes

Primera versión recibida Marzo de 2009 – Versión final aceptada Junio de 2009

I. Introducción

En las últimas dos décadas del siglo XX y en los inicios del XXI, diferentes países latinoamericanos fueron objeto de crisis financieras caracterizadas por una gran inestabilidad de los mercados monetarios, bancarios y crediticios, tales como la crisis de Chile en 1982, el efecto tequila de México en 1994 y 1995, el efecto samba de Brasil en 1999, el efecto dominó de Colombia en 1999, el efecto tango de Argentina en 2001 y 2002 y la crisis de Uruguay en 2002, entre otras de menor dimensión.

Previo a estas crisis, las economías emergentes habían optado por anclar el tipo de cambio y luchar así contra la inflación, permitiendo una estabilización de precios y buscando atraer mayor capital extranjero (Bustelo, 2004). Sin embargo, éste no parece ser el caso de la República Bolivariana de Venezuela que, a pesar de haber implantado esta medida desde el año 2003, el aumento generalizado y sostenido de los precios se mantiene, incluso con una fuerte tendencia a su crecimiento en los últimos años y, las inversiones extranjeras se han visto alejadas, entre otros factores, por la falta de acceso oportuno a las divisas que viabilice la importación de insumos o productos.

Es por ello que, con base en una revisión documental y aducción inferencial, en el presente trabajo se pretende reflexionar sobre la tasa de cambio anclada que mantiene la República Bolivariana de Venezuela desde el primero de marzo del año 2005. En tal sentido, un primer apartado trata el tipo de cambio en este país y su rol en el contexto de una economía abierta, así como también se presenta la evolución de otros indicadores económicos como: inflación, deuda externa, producto interno bruto (PIB) y tasa de desocupación o desempleo. Posteriormente, se revisan algunos aspectos de las crisis latinoamericanas que con excepción de México, son caracterizadas como de primera generación y se infiere la presencia del tipo de cambio fijo antes de que éstas se hicieran presentes.

Finalmente se infiere que las políticas cambiarias han influido en las mencionadas crisis y con un mayor impacto cuando las economías de estos países han estado reguladas por tasas de cambio duramente ancladas como el caso de Argentina y Brasil, por lo cual resulta válido abrir la discusión para determinar si el anclaje desde hace más de cuatro años de la tasa de cambio nominal al dólar americano, en la República Bolivariana de Venezuela, constituye o no un factor que pudiera impulsar una crisis de primera generación en ese país, ya que cuando se llega a un momento de imposibilidad “para seguir sosteniendo un régimen de tipo de cambio fijo ... [se] propicia un fuerte ajuste inflacionario y una considerable reducción de la actividad económica”. (Rodríguez-Arana y Jacobs 2003, pp. 15-16)

II. Evolución de la tasa de cambio y otras variables económicas venezolanas

En las relaciones de intercambio entre diferentes naciones se hace necesario la aplicación de un mecanismo, lo más equilibrado y justo posible, que permita buscar la convertibilidad de la moneda local a la divisa extranjera o viceversa; ese mecanismo es el tipo de cambio, concebido como la cantidad de unidades monetarias locales que hay que pagar por una unidad de divisa extranjera y que generalmente se expresa a través de dicha relación, tal y como lo expresa Lipsey (1967) al decir que “el tipo de cambio entre dos monedas no es más que la relación por la cual se intercambia una por otra, es decir, el precio de la una en términos de la otra”. (p. 723)

Sin embargo, el tipo de cambio en muchas ocasiones es objeto de regulación por parte de las autoridades monetarias y ese control, como lo menciona Morera (2004), es “una intervención oficial del mercado de divisas, de tal manera que los mecanismos normales de oferta y demanda quedan total o parcialmente fuera de operación y en su lugar se aplica una reglamentación administrativa sobre compra y venta de divisas” (parra. 18), como es el caso de la República Bolivariana de Venezuela.

Cuando estas tasas de cambio no son correctamente establecidas, se generan distorsiones económicas locales con referencia a los países que fungen como socios comerciales, tal y como lo advierte García (2003) al decir que los problemas surgidos entre las naciones con motivo de las variaciones del tipo de cambio, “pueden tener efectos muy profundos en las ventas, en los costos, en las utilidades y en el bienestar individual” (p. 2), lo cual es reafirmado por Villanueva (1985) al indicar que “las alteraciones en el tipo de cambio pueden producir desequilibrios en todos los mercados de bienes y servicios, exportables e importables y en los mercados de activos internacionalmente negociados”. (p. 352)

De allí, que para lograr un correcto establecimiento del tipo de cambio, como una de las variables económicas de primordial importancia en el establecimiento de políticas monetarias, sus procedimientos deben ser objeto de especial atención, constante revisión y retroalimentación para incorporar los factores que intervienen en su determinación en el marco de una economía abierta y globalizada, inserta en nuevas realidades de desarrollo económico mundial, desmesurado incremento del sector financiero internacional, globalización de la economía y el marcado avance en el desarrollo tecnológico comunicacional que promueven masivamente el intercambio comercial. Algunos de estos elementos se relacionan con los aspectos psicológicos, políticas comerciales, fiscales y monetarias, especulaciones, rumores, riesgo país, expectativas del mercado de divisas, influencia de los mercados negros, controles económicos, entre otros; sin embargo, cuando se anclan las tasas de cambio, estos aspectos son evadidos.

Así, el establecimiento de tasas de cambio fijas sin tomar en cuenta todos estos factores que impone la actual época de complejización en los intercambios internacionales, causarán distorsiones que requieren medidas, que resultan impopulares, para ser corregidas y, por lo cual, muchas veces se difiere su adopción, como el caso venezolano que mantiene un fuerte control de cambios desde el 21 de enero de 2003 (ver gráfico 1) y un completo anclaje de la tasa cambiaria desde el primero marzo del año 2005 (más de cuatro años sin variación alguna), permitiendo que las tasas paralelas busquen el equilibrio referencial del mercado negro con una gran dosis especulativa, dando pie a intercambios desiguales, ya que a la fecha el bolívar fuerte presenta un diferencial cambiario del 212 por 100; es decir, que la tasa de cambio impuesta por el mercado negro contiene 3,12 veces a la tasa oficial.

La situación señalada se inicia en el año 1999, cuando un nuevo gobierno en la República Bolivariana de Venezuela, se presenta como un punto de quiebre del sistema económico capitalista, para intentar su transformación a un sistema económico socialista, lo cual ocasionó una fuga de capitales. El 12 de febrero de 2002, el Ejecutivo Nacional y el Banco Central de Venezuela (BCV), decidieron adoptar a partir del día siguiente un esquema de flotación del tipo de cambio; sin embargo, la fuga de capitales se incrementó sustancialmente a inicios del año 2003, como resultado de un paro general iniciado en diciembre del año anterior.

En consecuencia, por acuerdo firmado entre el Ministerio de Finanzas y el Banco Central de Venezuela, se toma la decisión de suspender el comercio de divisas, y así se publicó en la Gaceta Oficial N° 37.614 de fecha 21 de enero de 2003. Aunque dicha suspensión era por cinco días hábiles, mediante un nuevo acuerdo celebrado entre las mismas partes, publicado en la Gaceta Oficial N° 37.618 de fecha 27 de enero de 2003, se extendió hasta el día 5 de febrero de 2003. (Baker y McKenzie, 2003)

Como se refleja en el gráfico 1, para esta última fecha la tasa de cambio se fijó en Bs.F. 1,596/1,600 (compra/venta) por dólar y se mantuvo hasta el 4 de febrero de 2004, dado que el día 5 de febrero se estableció un incremento del 20 por 100 para fijar un control de Bs.F. 1,915/1,920 (compra/venta) por dólar y que permanecería hasta el 28 de febrero de 2005. A partir del 01 de marzo de ese año se ancló en la tasa actual de Bs.F. 2,1500 para la venta y Bs.F. 2,1446 para la compra, derivándose una inflexibilidad en el precio del dólar para realizar operaciones mercantiles internacionales. Previo a los eventos mencionados, la tasa de cambio oficial refleja un moderado crecimiento desde el año 1996 hasta el año 2001, tal y como lo señala el gráfico1.

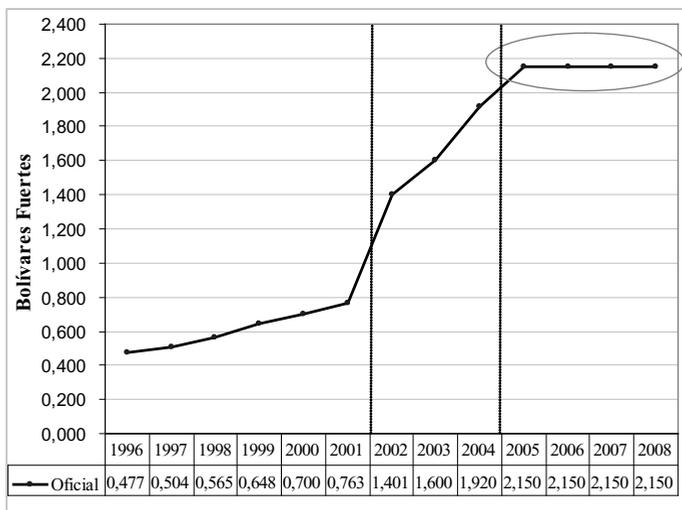


Gráfico 1. Tipo de cambio oficial (a diciembre de cada año)

Fuente: Banco Central de Venezuela

Luego de mostrar la evolución de las tasas de cambio, donde se pueden delimitar tres periodos comprendidos entre los años siguientes: (a) de 1996 a 2001, caracterizado por un moderado crecimiento; (b) del 2002 a 2004 en el que se hizo presente un fuerte incremento; y (c) desde el 2005 hasta la presente fecha, marcado por el anclaje duro de la tasa cambiaria. Es oportuno revisar otras variables del entorno económico venezolano, por ello, en los párrafos siguientes se presentarán las tendencias evolutivas de otros indicadores económicos relevantes de éste país, tales como: la inflación, la variación del salario mínimo, la variación del producto interno bruto (PIB), la tasa de desocupación (desempleo) y la deuda externa, cuyos valores se muestra en el cuadro 1.

Cuadro 1: Indicadores económicos relevantes

Año	Tasa de cambio Bs.F/USD	Inflación (%)	Variación (%) Salario Mínimo	Tasa (%) de desocupación	Variación (%) del PIB	Deuda externa (Millones de US \$)
1999	0,64825	20,03	20,00	10,6	-6	37.016
2000	0,69975	13,44	20,00	10,2	3,7	36.437
2001	0,76300	12,28	10,00	11,0	3,4	35.398
2002	1,40125	31,22	20,00	15,7	-8,9	35.460
2003	1,60000	27,08	30,00	14,6	-7,8	40.456
2004	1,92000	19,18	30,00	10,9	18,3	43.679
2005	2,15000	14,36	26,07	8,9	10,3	46.427
2006	2,15000	16,97	26,48	8,4	10,3	44.952
2007	2,15000	22,46	20,02	6,2	8,4	52.949
2008	2,15000	30,90	30,00	6,1	4,8	46.360

Fuente: Banco Central de Venezuela y Ministerio del Trabajo

En los últimos diez años, la inflación reflejó su menor valor en el año 2001 con un 12,28 por 100; sin embargo, al año siguiente alcanzó el mayor valor (31,22 por 100) de la serie estudiada. En el año 2005 baja hasta un 14,36 por 100 y desde entonces se mantienen en un constante crecimiento, hasta cerrar el año 2008 con un 30,9 por 100, tendencia que puede observarse en el gráfico 2, donde también se indica el comportamiento de los incrementos del salario mínimo, los cuales desde el año 2003 hasta el año 2006 fueron decretados por encima de la tasa de inflación, pero esta propensión se quiebra en el año 2007 y 2008, quedando ligeramente por debajo. En el año 2009 el incremento sólo fue del 10 por 100 en el mes de mayo y otro 10 por 100 será efectivo para el mes de septiembre; sin embargo, se estima que la inflación de este año mantenga la orientación de crecimiento que se refleja en la curva.

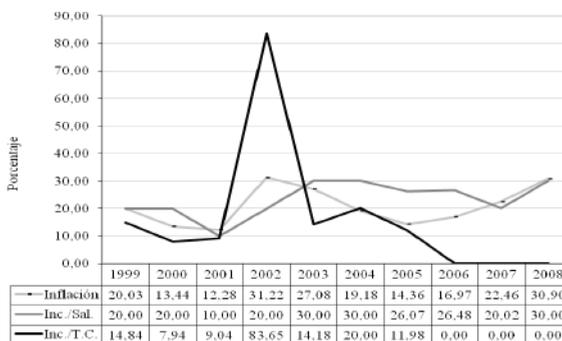


Gráfico 2. Inflación, incremento interanual en los salarios mínimos (Inc./Sal.) y en las tasas de cambio (Inc./T.C.)

Fuente: Banco Central de Venezuela y Ministerio del Trabajo

En el año 2001, los valores de inflación, incremento del salario mínimo e incremento en las tasas de cambio fueron muy cercanos entre ellos, como se puede apreciar en el gráfico 2; sin embargo, en el año siguiente el incremento de la tasa de cambio alcanzó un 83,65 por 100 en contraposición con los valores de inflación (31,22 por 100) e incremento del salario mínimo (20 por 100). A partir del año 2006, mientras la inflación y la variación de los salarios mínimos se incrementan de manera constante, la variación de la tasa de cambio es nula, producto de su anclaje oficial.

En atención a la evolución del PIB, hay que mencionar que en el año 2002 se presentó una fuerte variación negativa de 8,9 por 100, consecuencia del paro general ocurrido a principios de ese año y que culminara con lamentables hechos políticos, sociales y económicos en abril del mismo año. En el 2003, también se obtuvo una variación negativa de 7,8 por 100, igualmente explicado por las consecuencias de los hechos mencionados.

Posteriormente, desde el año 2004 cuando el PIB alcanzó una importante variación anual positiva de 18,3 por 100, como se puede evidenciar en el gráfico 3, se generó una constante tendencia decreciente en los años siguientes para ubicarse en un 4,8 por 100 de variación en el año 2008 con respecto al año anterior. Al respecto, se indica en el informe presentado por el Banco Central de Venezuela a la Asamblea Nacional, sobre los resultados económicos de ese año que “Esta desaceleración se correspondió con el menor vigor en la demanda agregada interna (DAI), variable que exhibió una variación anual de 5,5%; claramente por debajo de la registrada en 2007 de 19,3%” (p.24). La variación en el primer trimestre del año 2009 del PIB con respecto al mismo trimestre del año pasado es de sólo 0,3 por 100, acentuado la pendiente negativa de la curva.

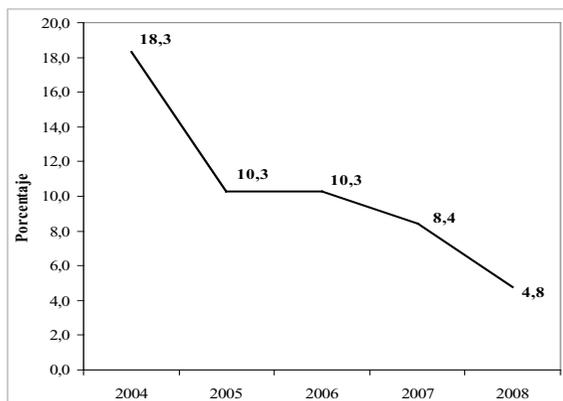


Gráfico 3. Variación anual del PIB real

Fuente: Banco Central de Venezuela

Desde el punto de vista sectorial, como se puede apreciar en el gráfico 4, el PIB petrolero presenta un comportamiento contractivo. En los años del 2005 al 2007 inclusive, no presentó crecimiento, por el contrario decreció del 16,1 por 100 del año 2004, hasta reflejar una variación negativa de 4,2 por 100 en el año 2007, para presentar una leve expansión en el 2008 donde muestra un crecimiento anual de 3,2 por 100 con respecto al año anterior. El resultado del primer trimestre del año 2009 del PIB asociado a las actividades petroleras, con respecto al mismo trimestre del año anterior, es una variación negativa de 4,8 por 100, quebrando nuevamente la tendencia de la curva.

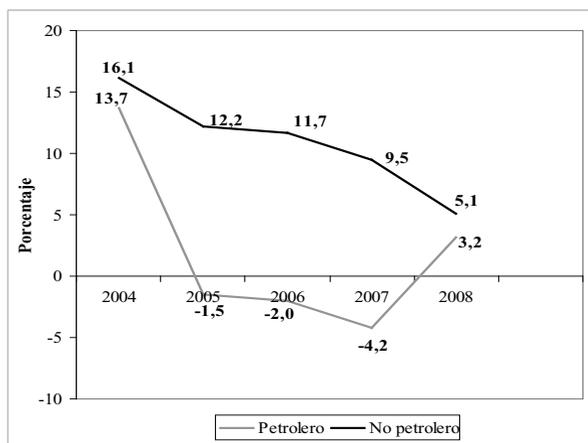


Gráfico 4. Variación anual del PIB real sectorial

Fuente: Banco Central de Venezuela

En ese orden de ideas y siguiendo el gráfico 4, las variaciones del PIB del sector no petrolero muestran un comportamiento similar al PIB consolidado que se mostró en el gráfico 3 y, aunque con una marcada disminución, no ha presentado variaciones negativas desde el año 2004. No obstante, la fuerte restricción de divisas para la importación de insumos con el afán de honrar los compromisos previamente adquiridos en el exterior, así como la creciente incertidumbre de los agentes privados para realizar inversiones en la República Bolivariana de Venezuela, hacen pensar que la propensión decreciente continuará, como ya lo evidencia la variación del primer trimestre del año 2009, la cual arrojó una expansión de apenas el 1,3 por 100 con respecto al mismo trimestre del año anterior.

Se destaca de este sector, tal y como indica el informe presentado por el Banco Central de Venezuela a la Asamblea Nacional sobre los resultados económicos del año 2008, “la pérdida de dinamismo de la manufactura, cuya tasa de expansión disminuyó de 7,2% en 2007 a 1,4% en 2008” (p. 26), lo cual

afianza más la dependencia económica de la República Bolivariana de Venezuela a la producción petrolera.

Por otra parte, la tasa de desocupación (desempleo), según la información electrónica publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), presentó una orientación descendente, desde diciembre del año 2002 cuando se ubicó en 15,7 por 100 de la población activa hasta 6,1 por 100 reflejada en diciembre del año 2008, lo cual se explica por la expansión de algunas actividades que han contribuido a que el valor agregado no petrolero se mantenga en valores positivos, tales como el sector de las telecomunicaciones, la construcción, las empresas públicas de electricidad y agua y buena parte del sector de los servicios comunitarios, sociales y personales, donde se incluye la ocupación de las personas que laboran en los diferentes programas (misiones) adelantados por el Gobierno Nacional. Sin embargo, esta tendencia parece estabilizarse en el año 2007 con un 6,2 por 100 y el año 2008 con el 6,1 por 100, según muestra el gráfico 5, tanto que para el mes de mayo de 2009 ya se había ubicado en un 7,7 por 100 de la población activa.

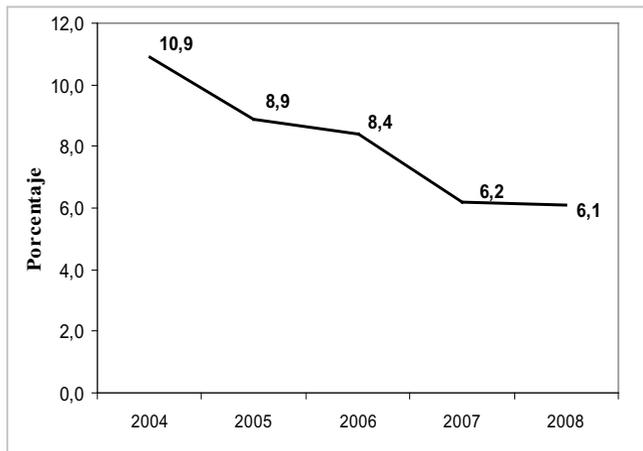


Gráfico 5. Tasa de desocupación (desempleo)

Fuente: Instituto Nacional de Estadística

En relación con la deuda externa, se muestran incrementos y disminuciones desde hace diez años, aun cuando la tendencia es de lento, pero progresivo aumento. Como se puede apreciar en el gráfico 6, la mayor variación (17,8 por 100) se refleja cuando saltó de 44.952 millones de US \$ en el año 2006 a 52.949 millones de US \$ en el año 2007, y si bien en el siguiente año reflejó una caída del 12,4 por 100, al cierre del primer trimestre del año 2009 se evidenció un subida del 4,9 por 100 para alcanzar la cifra de 48.615 millones de US \$.

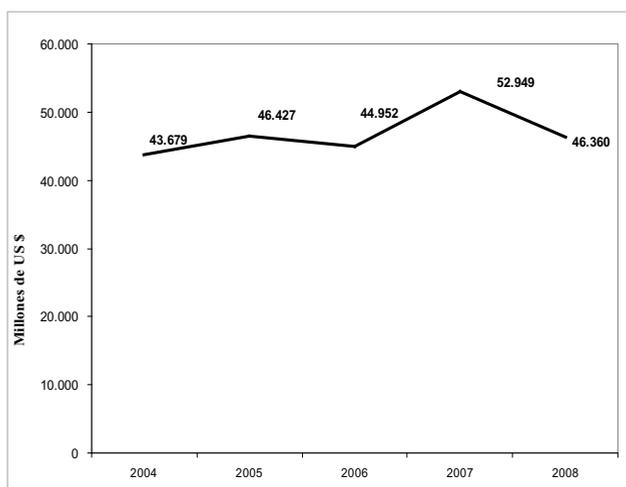


Gráfico 6. *Deuda externa*

Fuente: Banco Central de Venezuela

La evolución de los anteriores indicadores económicos, revela que en los últimos cuatro años todos ellos, con excepción de la tasa de desempleo que presenta un orientación de mejora, tienden a mostrar una propensión hacia una situación económica venezolana debilitada: importante diferencial cambiario, creciente inflación, tendencia decreciente de la variación del PIB, considerable variación negativa del PIB petrolero, propensión al aumento de la deuda externa, entre otros. Atendiendo a esta caracterización, en el siguiente apartado se revisarán algunas consideraciones de situaciones similares en crisis catalogadas como de primera generación (Argentina y Brasil) y la influencia en ellas de la tasa de cambio fija.

III. Incidencia del tipo de cambio fijo en las crisis de primera generación y su comportamiento en la economía venezolana

De acuerdo con dos corrientes teóricas, las crisis financieras, en general, han sido clasificadas como de primera o segunda generación. En este sentido, Herrarte, Medina y Vicéns (2000a), mencionan que los modelos desarrollados por la primera corriente teórica se basan en que los fundamentos económicos del país son los que empujan la economía a una crisis, cuando son incompatibles con el tipo de cambio fijo. Por su parte los modelos de segunda generación defienden que son las expectativas de los agentes económicos, sobre la evolución de las variables macroeconómicas, las que provocan una crisis financiera. En el caso de los modelos de segunda generación, estos autores coinciden con lo indicado por Bustelo, García y Olivie (2000), al

referir que las crisis son fenómenos contingentes y, por tanto, no predecibles, que se producen como consecuencia de un cambio de expectativas de los inversionistas privados.

Diferentes países latinoamericanos, de los llamados países emergentes, han sido objeto de crisis financieras a finales del siglo XX e inicios del XXI, tales como: México, Brasil, Argentina, Uruguay, entre otros que han sufrido también crisis aunque en menores dimensiones. La crisis del país azteca y la de algunos asiáticos como Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas y Corea del Sur son mejor explicadas por modelos de segunda generación, y las crisis de los países latinoamericanos (a excepción de México) se explican por los de primera generación.

Por su parte, la crisis de Brasil es clasificada dentro de un tercer tipo denominado “de contagio”, el cual trata de explicar que la crisis se transmite de un país a otro o de una región a otra (Bustelo, García y Oliví, 2000). Sin embargo, el contagio no sería propiamente un modelo, ya que se hace necesaria la existencia de las condiciones apropiadas para la incubación y manifestación de la crisis, las cuales conforman variables de alguno de los señalados previamente. Después de las crisis asiáticas, han surgido patrones tipificados como de tercera generación que otorgan un papel central al impacto negativo de la devaluación (Echavarría y Arbeláez, 2003), pero que podrían ser considerados como “una variedad dentro de los modelos de segunda generación”. (Rodríguez, 2003, p. 42)

No obstante, ninguno de los tipos de modelos indicados explican la totalidad de los factores desencadenantes de las crisis en países emergentes, siendo preferible que los mismos sean conjuntamente aplicados, fusionando los resultados de un patrón con variables de tipo estructural (primera generación) y los resultados de otro, con variables de tipo coyuntural (segunda generación), y obtener así la estimación de una única probabilidad de riesgo con fines prácticos. (Herrarte, Medina y Vicéns, 2000a)

En todo caso, en los modelos de primera generación también intervienen variables estructurales y coyunturales. De las primeras puede mencionarse: tipo de cambio, producto interno bruto, deuda externa, balanza de cuenta corriente, crédito al sector público y crédito al sector privado. Entre las variables coyunturales se tiene: nivel de precios, nivel de reservas, tasa de interés e índice de bolsa.

En atención a algunos factores previos a la crisis, en el caso de Argentina la economía se había dolarizado en 1991 cuando “se adoptó una Ley de Convertibilidad instaurando una paridad 1:1 entre el peso y el US\$” (Becker, 2003, p. 2). Una situación similar ya se había presentado en Brasil con la instauración del Real como moneda local y algo parecido también se asumió en la República Bolivariana de Venezuela, a través del Decreto Ley de Reconversión

Monetaria publicado en Gaceta Oficial No 38.638 de fecha 06 de marzo de 2007, implantada a partir del primero de enero de 2008, mediante la cual se suprimieron tres ceros a la moneda local que circulaba hasta ese momento. Es decir, que el anclaje radical del primero de marzo de 2005, establecido para entonces en 2.150,00 bolívares por dólar americano, después de la conversión quedó en 2,15 bolívares fuertes por cada unidad monetaria de esta divisa, relación aún viegente; no obstante, la medida tomada no rindió los efectos deseados de controlar la inflación, como sí ocurrió en Brasil, puesto que, por el contrario, contribuyó al incremento del nivel general de precios presentado durante el año 2008 (ver gráfico 2).

Igualmente, la crisis Argentina fue precedida de incertidumbre de los agentes económicos internos y externos (Guzmán, 2004) y a partir de 1999 cayeron las exportaciones y se registró una masiva fuga de capitales. La crisis fue previsible tal y como se establece en los modelos de primera generación. Sin embargo, no se tomaron las acciones apropiadas para contrarrestarla, por lo cual se hizo evidente en el 2001.

Como se ha expuesto en los párrafos anteriores, un elemento común a las crisis financieras latinoamericanas, además de estar explicadas por los modelos de primera generación, con la excepción probable de México, es la incidencia de los tipos de cambio fijos (ancla dura) o semifijos (ancla blanda) en el desenlace de las mismas.

Por ello, llama la atención el hecho de que en la República Bolivariana de Venezuela, la tasa de cambio oficial haya permanecido radicalmente anclada desde el primero de marzo de 2005, tal y como se muestra en el gráfico 1, en un marco normativo de fuertes restricciones para obtener divisas que generaron soluciones “creativas” para su adquisición, ya que “el control de cambios absoluto, o sea, la reglamentación total de la oferta y la demanda de divisas, es prácticamente imposible de implementar, por las inevitables y múltiples evasiones y filtraciones que tienen lugar cuando la economía no es enteramente centralizada” (Morera, 2004, parra. 21).

En consecuencia, se establecieron tasas de cambio paralelas a la fijada por el Gobierno Nacional, las cuales, para efectos de este estudio, se definen como aquellas que se generan en un mercado de divisas diferente al regulado con una tasa oficial; por consiguiente se incluyen aquí las tasas de cambio del comercio negro de la moneda americana y las implícitas generadas en las operaciones con títulos valores, entre otras, que pudieran estar presentes en operaciones de divisas.

En este sentido, las tasas de cambio paralelas han evolucionado como se revela en el gráfico 7, donde, al contrastarse con la tasa oficial, se evidencia que cada vez se hace más amplia la brecha generada entre las dos tasas dado el anclaje de la oficial; “la mera fijación del tipo de cambio no basta para

proporcionar una disciplina fiscal y monetaria suficiente”. (Rodríguez, 2003, p. 32)

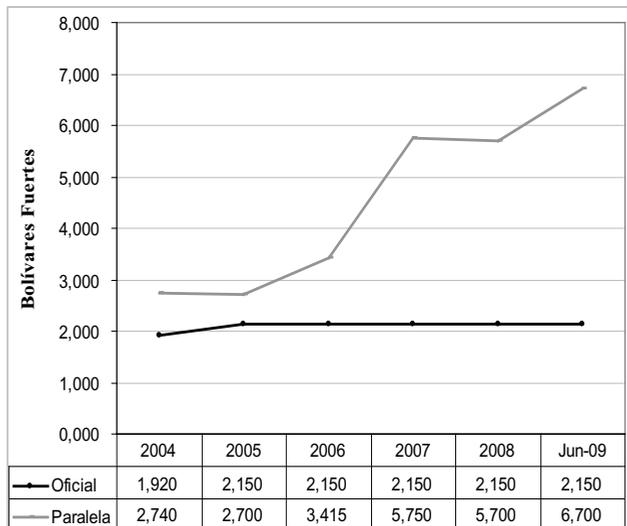


Gráfico 7. Confrontación del tipo de cambio oficial y paralelo

Fuente: Banco Central de Venezuela y Controldecambio.com

Como una medida para presionar la baja de la tasa de cambio generada en el mercado negro, la República Bolivariana de Venezuela, emitió papeles comerciales (Bonos del Sur y Bonos El Venezolano I, II y III) a través de una combinación de dólares (50 por 100) y bolívares (50 por 100) y como el inversionista nacional debía pagarlos en bolívares, se generaron tasas de cambio implícitas en tales instrumentos financieros muy superiores a los tipos de cambio oficiales, evidenciando de esta manera, un valor mayor de la divisa norteamericana a la estipulada en la tasa oficial, reconociéndose, en consecuencia, una subvaluación de la paridad del bolívar con respecto al dólar.

Dentro de este marco, y sólo a manera de ejemplificación de la distorsión de la tasa de cambio fija, se analiza en detalle el caso de la emisión y colocación de los bonos “El Venezolano I” realizada el 12 de noviembre de 2007, con el fin de mostrar que el mismo Gobierno Nacional reconoce otra tasa más elevada a la oficial, pero insiste en mantener la misma que se fijó hace más de cuatro años.

La venta de los mencionados bonos estaba prevista para ser realizada con una prima de 14 por 100, una comisión del 3 por 100 y sobre ésta se grava un Impuesto al Valor Agregado (IVA) de 9 por 100. Estaba estimado que la parte en

dólares del bono se vendiera en un 75% de su valor y la parte en bolívares en un 90% de valor, luego se obtienen los siguientes cálculos:

A: Inversión (Compra):

(\$2.000 * 1,14) * 2,15	Bs.F. 4.902,00 (+)	
Comisión (3 por 100)	Bs.F. 147,06 (+)	
IVA (9 por 100)	<u>Bs.F. 13,24 (+)</u>	
Total invertido		Bs.F. 5.062,30 (=)

B: Recuperación de la Inversión (Venta):

a) 50 por 100 en bolívares (\$ 1.000 * 0,90) * 2,15	<u>Bs.F. 1.935,00 (-)</u>	
Por recuperar de la parte en dólares	Bs.F. 3.127,30 (=)	
b) 50 por 100 en dólares (\$ 1.000 * 0,75)	<u>\$ 750,00 (÷)</u>	
Tasa de cambio implícita Bs.F./\$US	4,17 (=)	

De los cálculos anteriores, se desprende una tasa de cambio implícita para la fecha de las operaciones de Bs.F. 4,17 por dólar, superior en un 93,94 por 100 a la valoración oficial (Bs.F. 2,15). Así, en un Bono “El Venezolano I”, emitido con un valor de \$ 2.000, el cual está conformado por un 50 por 100 en dólares y el otro 50 por 100 en bolívares, pagado por los inversionistas locales en bolívares, a la tasa oficial de 2,15 bolívares fuertes por dólar, la operación en definitiva evidenció una paridad cambiaria mayor a la establecida por el Gobierno Nacional; como lo enuncia Morera (2004, parra. 11): “las variaciones de la relación oferta - demanda de divisas determinan las fluctuaciones del tipo de cambio; sin embargo, hay un tipo de cambio normal o de equilibrio en torno al cual se efectúan las variaciones”. Ese valor permuta de equilibrio, se evidencia en la tasa implícita de adquisición y venta de los mencionados bonos.

En el caso analizado, finalmente se adjudicaron los bonos a un precio mínimo del 122 por 100, mayor a la base inicial que había fijado el Gobierno Nacional de 114 por 100, así el valor de la tasa implícita de cambio fue de Bs.F. 4,643 por dólar, representando el 115,97 por 100 por encima de la tasa oficial.

Siguiendo esta metodología de análisis en las demás emisiones de bonos venezolanos, desde el 13 de noviembre de 2006 hasta el 23 de noviembre de 2007, se puede hacer un contraste de las tres tasas de cambio presentes en las operaciones con divisas en la República Bolivariana de Venezuela (Ver gráfico 8). Allí se puede apreciar, además de la tendencia creciente de la brecha entre el dólar oficial, el implícito y el del mercado negro, cómo en la emisión de los bonos “El Venezolano II”, de fecha 23 de noviembre de 2007, la tasa implícita de cambio para ese momento llega a Bs.F. 5,648 por dólar. Para el momento en que se escribe el presente artículo, la tasa paralela alcanza Bs.F. 6,7 por dólar.

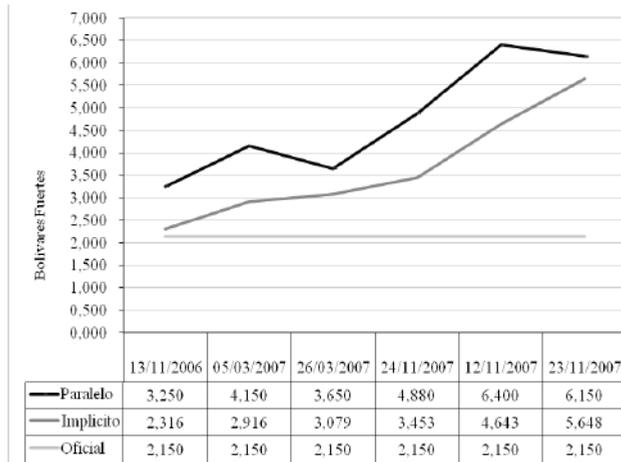


Gráfico 8. Tasa de cambio implícita en la emisión de bonos, contrastada con la oficial y la paralela

Fuente: Banco Central de Venezuela y Bonosvenezuela.blogspot.com

La mayoría de estos bonos fueron adquiridos directa o indirectamente por empresas con negocios internacionales, para luego ser vendidos en los mercados externos y obtener así algo de divisas para oxigenar sus operaciones, pero como estos sólo se aproximan tangencialmente a las necesidades, se tiene que recurrir a los mercados negros o paralelos, aún cuando es conocido que en la realización de operaciones comerciales con tasas de cambio diferentes a la oficial, están presentes distorsiones económicas que inciden directamente en la variable estructural de la paridad cambiaria real que interviene en los modelos de crisis financieras de primera generación.

Con la mencionada restricción de divisas y la marcada diferencia existente entre la tasa de cambio oficial y la del mercado paralelo (ver gráfico 7), producto del anclaje duro desde el primero de marzo del año 2005, se han generado diferencias crecientes entre éste y el incremento general y sostenido de los precios, así como también con el crecimiento interanual de los salarios mínimos regulados oficialmente y que también se han incrementado a la par de la inflación (ver gráfico 2). Como se puede deducir del mencionado gráfico, la tasa acumulada de inflación de los cuatro últimos años (2005-2008) es de 114,41 por 100 y el incremento acumulado de los salarios mínimos por el mismo período es de 122,72 por 100, en contraste discordante con la nula variación de la tasa de cambio.

Por otra parte, al ser la República Bolivariana de Venezuela un país monoprodutor, sus principales ingresos dependen de la exportación de petróleo, por lo cual debe constituirse en una alerta el hecho de que la

variación anual del PIB de esta actividad tenga una tendencia decreciente sostenida e, incluso, presentando variaciones negativas (ver gráfico 4), lo cual podría agravarse pues los precios del petróleo han disminuido sustancialmente desde finales del 2008, como efectivamente lo señala el Banco Central de Venezuela en su informe a la Asamblea Nacional por el año mencionado, tal y como se cita a continuación:

Durante el primer semestre del año el precio del petróleo se incrementó sostenidamente hasta alcanzar la cifra récord de USD/b 131,75 a mediados del año, tendencia que se revirtió drásticamente a partir del mes de julio y llevó los precios de la 7 cesta venezolana hacia finales de 2008 a niveles inferiores a los USD/b 40. En promedio, el precio de la cesta petrolera venezolana cerró el año en USD/b 86,81. (p.6-7)

Para junio de 2009 éste precio muestra una mejora, ubicándose el promedio de lo que va de año 2009 en USD/b 45,73, según información electrónica publicada por el Ministerio del Poder Popular de Energía y Petróleo; sin embargo, aún está muy por debajo de lo que fue el promedio del año anterior.

El PIB desde el año 2004 presenta una tendencia decreciente, con el agravante, por ser este país dependiente de la producción petrolera, que el PIB de este sector, en los años comprendidos del 2005-2007, alcanzó valores negativos y una leve expansión de 3,2 por 100 en el año 2008. También las variaciones del PIB del sector no petrolero han venido de más a menos y una de sus causas es que el sector manufacturero ha perdido dinamismo. La deuda externa, por su parte ha mostrado un lento pero sostenido incremento.

La tendencia de estas variables, aunadas a: altas importaciones, incentivo al consumo, poco estímulo al ahorro interno, desestímulo de la producción, inversión especulativa, presiones por demanda de divisas, clima de choque político, entre otras, y a las que se tiene que agregar los posibles efectos del shock que se inició en los Estados Unidos de America en octubre de 2008 (Córdoba, 2008), alertan que la crisis financiera pudiera revelarse en Venezuela, ya que el “colapso puede manifestarse en un entorno en que no existía, al menos aparentemente, inconsistencia entre las políticas monetaria y fiscal con el mantenimiento del tipo de cambio fijo” (De los Ríos y Ortiz, 2001, p. 93), por lo cual, y siguiendo a Herrarte, Medina y Vicéns (2000b) se tendría que dejar actuar a los mercados a nivel mundial y no simplemente a nivel de cada nación, consintiendo que las ventajas competitivas hagan su trabajo de asignación, al permitir que éstas sean la ley fundamental del juego de los intercambios mundiales.

En todo caso, se hará necesario demostrar, a la luz de análisis más profundos, cómo podría el anclaje duro de la tasas de cambio del bolívar fuerte venezolano, con respecto al dólar americano, constituirse en un impulsador de crisis en dicho país.

IV. Conclusiones

Las consecuencias de las políticas cambiarias han estado presentes en las crisis latinoamericanas y con un mayor impacto cuando han estado reguladas por tasas duramente ancladas como en Argentina y Brasil, países que manejaron esta política mediante la emisión de títulos de deuda indexados que prácticamente circularon como una moneda paralela.

Por ello, se hace necesario estudiar las distorsiones originadas en la tasa de cambio real y su incidencia en los modelos de crisis de primera generación, pues dada la globalización de los mercados financieros no resulta apropiado mantener controles en una nación, cuando las demás no los tienen. Tales medidas suscitan condiciones de negociación desigual entre países y dan cabida al ataque especulativo, el cual provocaría una devaluación en busca del equilibrio en la intermediación financiera internacional.

La radical tasa de cambio fija con respecto al dólar americano, en la República Bolivariana de Venezuela, con una gran depreciación del bolívar fuerte que alcanza el 212 por 100 con referencia a las tasas paralelas, aunado a otras señales enviadas por la economía local, tales como: aceleración de la inflación, tendencia decreciente del PIB, pérdida de dinamismo de la manufactura, incremento de la deuda externa, altas importaciones, incentivo al consumo, poco estímulo al ahorro interno, desestímulo de la producción, inversión especulativa, presiones por demanda de divisas, clima de choque político, entre otros, podrían estar orientando al mercado financiero venezolano hacia una crisis de primera generación, oculta tras los importantes ingresos petroleros de este país, los cuales estarían engañando al mercado, generando una burbuja financiera que distrae su visualización y que pudiera estallar, entre otras cosas, si el precio del crudo fuera objeto de una baja sustancial o si por alguna razón, se presentará una disminución significativa de la producción petrolera, como la ocurrida en los primeros meses del año 2003, como resultado de un paro general.

En atención a lo expuesto en este artículo, resulta válido abrir la discusión para determinar si el anclaje duro de la tasa de cambio nominal al dólar americano, en la República Bolivariana de Venezuela, constituye un indicador adelantado o es un factor impulsador de una crisis financiera de primera generación y, de ser el caso, cuáles serían las acciones a implementarse para evitarla o mitigar sus efectos en el mercado financiero local y en el de sus principales socios comerciales y de inversión, lo cual será objeto de futuras investigaciones.

Referencias bibliográficas

- Baker y McKenzie. (2003). Informe Cambiario. Extraído el 12 de noviembre, 2007 de <http://www.analitica.com/va/economia/tips/4731474.asp>
- Banco Central de la República Bolivariana de Venezuela. Estadísticas. Extraído el 22 de junio, 2009 de <http://www.bcv.org.ve>

- Banco Central de la República Bolivariana de Venezuela. (2009). Informe a la Asamblea Nacional sobre los Resultados económicos del año 2008 [Versión electrónica].
- Becker, J. (2003). La reciente crisis financiera en Argentina, Brasil y Uruguay. Extraído el 03 de septiembre, 2008 de <http://www.globalizacion.org/docdiscusion/CrisisFinancieraConoSurBeckerW.pdf>
- Bonosvenezuela.blogspot.com. (2007). Dólar paralelo y dólar implícito, Extraído el 28 de noviembre, 2008 de <http://bonosvenezuela.blogspot.com/2007/11/dolar-paralelo-y-dolar-implicito.html>
- Bustelo, P. (2004). Las crisis financieras en Asia y en Argentina: un análisis comparado [Versión electrónica]. *Información Comercial Española*, 816, 61-74.
- Bustelo, P., García, C y Olivé, I. (2000). Crisis financiera en Asia oriental [Versión electrónica]. *Economía Exterior de la Universidad Complutense de Madrid*, 15, 103-111.
- Control de Cambio. Economía y Finanzas. Extraído el 22 de junio, 2009 de <http://www.controldecambio.com>
- Córdoba, A. (2008). *La crisis económica actual: antecedentes y perspectivas*. Caracas: ediciones Luzgráfica.
- De los Ríos, A. y Ortiz, A. (2001). Crisis cambiarias en Latinoamérica: factores específicos e internacionales [Versión electrónica]. *Información Comercial Española*, 790, 93-106.
- Echavarría, J. y Arbeláez, M. (2003). Tasa de cambio y crecimiento económico en Colombia durante la última década. Extraído el 20 de agosto, 2008 de <http://banrep.org/document/ftp/borra338.pdf>
- García, A. (2003). Monografía sobre finanzas Internacionales. Extraído el 25 de febrero, 2008 de <http://www.ilustrados.com/documentos/finanzasinternacionales.doc>
- Guzmán, L. (2004). Mercado de divisas y crisis cambiaria: ¿dolarizar, la solución? [Versión electrónica]. *Universidad Autónoma de Colombia*, 3(1), 119-133.
- Herrarte, A., Medina, E y Vicéns, J. (2000a). Análisis y predicción de tipos de cambio a través de un modelo de regresión logística. Extraído el 21 de agosto, 2008 de <http://www.uam.es/otroscentros/klein/docjor/eva-ainh.pdf>
- Herrarte, A., Medina, E y Vicéns, J. (2000b). Modelos de crisis financieras. Extraído el 18 de agosto, 2008 de <http://www.uam.es/otroscentros/klein/doctras/doctra0001.pdf>
- Instituto Nacional de Estadística de la República Bolivariana de Venezuela. Estadísticas. Extraído el 22 de junio, 2009 de www.ine.gov.ve
- Lipsey, R. (1967). *Introducción a la Economía Positiva*. España: Editorial Vicens – Vives.
- Ministerio del Poder Popular para el Trabajo y Seguridad Laboral de la República Bolivariana de Venezuela. Estadísticas. Extraído el 22 de junio, 2009 de <http://www.mintra.gov.ve>
- Ministerio del Poder Popular para la Energía y Petróleo de la República Bolivariana de Venezuela. Estadísticas. Extraído el 22 de junio, 2009 de www.menpet.gob.ve
- Morera, J. (2004). Estructura del Tipo de cambios y los factores determinantes de su variación. Extraído el 09 de noviembre, 2007 de <http://www.gestiopolis.com/canales/economia/articulos/70/tipcammor.htm>
- República Bolivariana de Venezuela. Decreto Ley de Reconversión Monetaria en Gaceta Oficial N° 38.638 de fecha 06 de marzo de 2007.
- República Bolivariana de Venezuela. Gaceta Oficial N° 37.614 de fecha 21 de enero de 2003.
- República Bolivariana de Venezuela. Gaceta Oficial N° 37.618 de fecha 27 de enero de 2003.
- Rodríguez-Arana, A. y Jacobs, G. (2003). Introducción. Crisis cambiarias y financieras: una comparación de dos crisis. En Varela, F y Jacobs, G. (2003). *Crisis cambiarias y financieras una comparación de dos crisis* (pp. 15-29). Madrid: ediciones Pirámide.
- Rodríguez, G. (2003). La nueva economía de las crisis financieras en los mercados emergentes. En Varela, F y Jacobs, G. (2003). *Crisis cambiarias y financieras una comparación de dos crisis* (pp. 31-74). Madrid: ediciones Pirámide.
- Villanueva, J. (1985). Breve examen de las teorías relacionadas con la determinación de la tasa de cambio [Versión electrónica]. *Desarrollo Económico*, 25, 99.