

NUEVA ECONOMÍA

AÑO XVIII

Nº 31

JULIO 2010

Editorial

Crisis y contingencias de la economía venezolana

HMM

La devaluación en el proceso de la crisis venezolana

DOMINGO F. MAZA ZAVALA

La política monetaria de los países miembros de la OPEP

ANGEL GARC A BANCHS

En torno al enfoque de una gobernanza financiera global

SARY LEVY-CARCIENTE

Democracia y regímenes autoritarios:
análisis económico de las instituciones
y de los factores de poder en el caso venezolano

MARCOS MORALES

El precio como indicador de la actual reestructuración
petrolera mundial

MAZHAR AL SHEREIDAH

DIRECTOR

Héctor Malavé Mata

COMITÉ ARBITRADOR

Domingo F. Maza Zavala, Carlos Rafael Silva, Héctor Silva Michelena,
Enzo Del Búfalo, Héctor Malavé Mata

CONSEJO EDITORIAL

Demetrio Boersner, Asdrúbal Baptista, Alonzo Aguilar Monteverde (México),
José Consuegra Higgins (Colombia), Armando Córdova,
Theotonio Dos Santos (Brasil), Bernardo Ferrán, Domingo F. Maza Zavala,
Luis Enrique Oberto, Pedro Palma, Pablo Levín (Argentina), Carlos Quenan,
Ignac Sachs (Francia), Isbelia Sequera Tamayo, Carlos Rafael Silva.

NUEVA ECONOMÍA

Revista sometida al requerimiento de criterios arbitrales, es órgano institucional de la Academia Nacional de Ciencias Económicas y aparece semestralmente. La Revista, en atención al carácter plural de la institución que la produce y edita, mantiene una línea editorial abierta a toda manifestación del pensamiento en el ámbito de las ciencias económicas y sociales, con la expresa exigencia de fundamentación metodológica y pertinencia conceptual en los ensayos y artículos presentados para su publicación.

Los trabajos deben referirse a temas de economía o a materia de interés general de otras ciencias sociales. Son también publicables en esta Revista las colaboraciones de otras disciplinas siempre que se relacionen con las mencionadas. Las opiniones contenidas en los trabajos firmados son de la exclusiva responsabilidad de sus autores, y no necesariamente significan ni revelan las propias de la Academia, excepto cuando se indique lo contrario.

Sólo se aceptan para su publicación textos inéditos en español aunque hayan sido publicados en otros idiomas. Los originales deben ser mecanografiados o impresos (con copia) a doble espacio tamaño carta (cuartilla), con extensión máxima de 40 cuartillas para artículos, de 15 para notas y de 10 para reseñas. **NUEVA ECONOMÍA** se reserva el derecho de hacer en los trabajos las modificaciones editoriales que juzgue necesarias.

No se devuelven originales enviados a esta Revista para su publicación.

ISSN: 0798-5096

Depósito legal: 199202 DF 136

Correo electrónico: ancecon3@cantv.net

Fax: 58 (212) 482.9330 / 8504

Suscripciones: 58 (212) 482.9330 / 7842

Diseño y Diagramación: Franker Manrique (franker.manrique@gmail.com)

Impresión: Ediciones Luzgráfica, C.A. Telf.: 256.3782

NUEVA ECONOMÍA

AÑO XVII
Nº 31
JULIO 2010

ACADEMIA NACIONAL DE CIENCIAS ECONÓMICAS
CARACAS

INDICE

Contenido.....	5
Editorial.....	7
<i>Héctor Malavé Mata</i>	
La devaluación en el proceso de la crisis venezolana.....	27
<i>Domingo F. Maza Zavala</i>	
La política monetaria de los países miembros de la OPEP.....	61
<i>Angel García Banchs</i>	
En torno al enfoque de una gobernanza financiera global.....	83
<i>Sary Levy-Carciente</i>	
Democracia y regímenes autoritarios: análisis económico de las instituciones y de los factores de poder en el caso venezolano	111
<i>Marcos Morales</i>	
El precio como indicador de la actual reestructuración petrolera mundial	151
<i>Mazhar Al Shereidah</i>	
Registro de autores	167

CONTENIDO

DOMINGO F. MAZA ZAVALA

LA DEVALUACIÓN EN EL PROCESO DE LA CRISIS VENEZOLANA

La devaluación es una medida de política monetaria adoptada para corregir desequilibrios de la balanza de pagos. Implica una reducción del valor interno y externo del signo monetario. Puede tener efectos ventajosos o desventajosos en la economía, lo cual depende de que ésta tenga capacidad productiva excedente y pueda utilizarla para sustituir importaciones o aumentar exportaciones. Para fortalecer las ventajas de esta medida hay que tomar otras en el campo comercial, fiscal, financiero y monetario. En el caso venezolano aquellos supuestos no corresponden a la realidad: la capacidad productiva está decaída, la importación es determinante para el suministro de insumos, bienes de capital y de consumo; la exportación no petrolera está en niveles mínimos. El clima económico no es propicio a la inversión y las expectativas son desalentadoras. Entre los efectos negativos de la devaluación hay que destacar la aceleración de la escalada inflacionaria. Sin embargo, hay beneficiarios de esa medida, principalmente el gobierno, que obtiene mayores ingresos fiscales en bolívares y se alivia su deuda interna. También la industria petrolera se beneficia en cuanto a sus gastos en el país, donde la inclinación al ahorro se reduce en términos reales y el consumo sufre una contracción.

ANGEL GARCIA BANCHS

LA POLÍTICA MONETARIA DE LOS PAÍSES MIEMBROS DE LA OPEP

Este trabajo estudia la política monetaria de los países miembros de la OPEP durante el período 2003-2008. El propósito es identificar similitudes y diferencias en las prácticas monetarias de sus bancos centrales; así que el énfasis es sobre el estudio de sus estructuras de activos y pasivos, en lugar del estudio de temas como el rentismo y la enfermedad holandesa, ampliamente discutidos en la literatura económica de estos tiempos. Los resultados verifican el predominio de las reservas en moneda extranjera en el activo, y las reservas bancarias, los depósitos del gobierno, los certificados de depósitos de la banca central y otros substitutos del efectivo, en el pasivo. La política monetaria de la OPEP, por tanto, contrasta con las prácticas de la Reserva Federal de los EEUU, cuyo balance refleja el predominio del crédito en moneda local en el activo, y del efectivo en el pasivo.

SARY LEVY-CARCIENTE

EN TORNO AL ENFOQUE DE UNA GOBERNANZA FINANCIERA GLOBAL

Las continuas crisis acaecidas desde la segunda mitad del siglo XX, parecieran evidenciar un desacoplamiento entre una institucionalidad financiera rígida e insuficiente y un sistema de dinámica globalizada, flexible y exigente. En un mundo de vertiginosos flujos y corrientes, proyectar la estructura institucional que emergerá del conjunto de transformaciones que están ocurriendo, exige combinar aspectos propios del sistema financiero con aquellas evidenciadas en el plano geopolítico, por lo que la tarea es por demás retadora y compleja, a la vez que insoslayable. El artículo explora algunos elementos del análisis y diseño de una estructura institucional que favorezca el logro de la estabilidad y el desarrollo mundial. Asimismo se describen algunos escenarios posibles en los cuales dicha institucionalidad habría de desenvolverse.

MARCOS MORALES Q.

DEMOCRACIA Y REGÍMENES AUTORITARIOS: ANÁLISIS ECONÓMICO DE LOS FACTORES DE PODER EN EL CASO VENEZOLANO

En este estudio se aborda el impacto de las instituciones económicas sobre el desempeño macroeconómico del país, especialmente en los siglos XX y XXI. Nuestra hipótesis se fundamenta en la determinación de las instituciones sobre el diseño y ejecución de las políticas macroeconómicas. Toda política fiscal, monetaria, cambiaria, se diseña bajo las condiciones políticas y los factores de poder que determinan el equilibrio institucional. Las instituciones económicas están determinadas por las instituciones políticas, que responden a las preferencias de las élites y grupos de poder que conforman los factores de poder *jure* y factores de poder de *facto*. El equilibrio institucional surge del equilibrio de dichos factores. En Venezuela, en los primeros cincuenta años del siglo XX, los factores de poder establecieron tres tipos de instituciones políticas que influyen actualmente en el tejido institucional del país: el patrimonialismo, el rentismo petrolero y el nacionalismo.

MAZHAR AL SHEREIDAH

EL PRECIO COMO INDICADOR DE LA ACTUAL REESTRUCTURACION PETROLERA MUNDIAL

La primera década del siglo XXI reactivó con creces el proceso de transición energética experimentado en los años ochenta. La OPEP facilita el montaje de la nueva Estructura Petrolera Mundial en la cual su participación decrece. El precio de los últimos tres años constituye un nuevo paradigma de la Reestructuración Petrolera Mundial en la cual se refleja la *financierización del petróleo* como *commodity*, además de su génesis como materia prima estratégica. La actual estructura de costos y precios facilita la transición hacia la incorporación del petróleo y gas no convencionales, así como las fuentes renovables de energía. En este proceso las compañías petroleras privadas incrementan su participación, mientras las compañías petroleras nacionales van cediendo espacios ganados desde los años 70.

LA POLÍTICA MONETARIA DE LOS PAÍSES MIEMBROS DE LA OPEP

ANGEL GARCÍA BANCHS

■ INTRODUCCIÓN

Los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), organización fundada en septiembre de 1960, comparten, desde la perspectiva monetaria, al menos dos elementos en común: (i) están obligados a acumular reservas en divisas porque sus facturas petroleras y no petroleras con el exterior no se denominan (cancelan) en términos de sus monedas nacionales (ya que éstas no circulan internacionalmente); y (ii) exhiben, de facto, regímenes cambiarios no flexibles, los cuales implican la intervención de las autoridades en los mercados para determinar los tipos de cambio exógenamente (en buena medida, este segundo punto es consecuencia del primero)¹.

El hecho de que de la factura petrolera de la OPEP se cancele en dólares estadounidenses, en vez de en términos de las monedas nacionales de los miembros de dicha organización (el hecho que las monedas locales de los miembros de la OPEP no circulen en el

¹ La clasificación de los regímenes cambiarios de facto del Fondo Monetario Internacional (FMI), presentada en febrero de 2009 y basada en información procesada hasta abril de 2008, contemplaba lo siguiente: Angola, Ecuador, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Arabes Unidos y la República Bolivariana de Venezuela exhibían regímenes cambiarios fijos con el dólar estadounidense como ancla nominal; Kuwait y Libia exhibían regímenes cambiarios fijos asociados a una cesta de monedas que incluía el dólar estadounidense y el euro; Irak poseía un régimen con devaluaciones progresivas (*Crawling Peg*) respecto al dólar estadounidense, e Irán en relación a una cesta de monedas; y finalmente Argelia y Nigeria con un régimen de flotación manejada, igualmente, respecto a una cesta de monedas.

exterior), implica que el actual sistema monetario internacional es completamente asimétrico, puesto que el mundo pareciera estar dividido en economías emisoras de reservas (EERs) como los EEUU, la UE, Japón y RU, y economías receptoras de las mismas (ERRs), incluidas las de la OPEP (García y Mata, por publicar; García, Mata y Nell, 2008)².

Las asimetrías monetarias internacionales son relevantes tanto para la teoría como la política monetaria, puesto que afectan la estructura de activos y pasivos y el comportamiento de los bancos centrales. El punto es que tanto las EERs como las ERRs se preocupan por el tipo de cambio, los flujos de capitales y los pagos netos al exterior. Pero sólo las últimas se preocupan por la acumulación de reservas en moneda extranjera, puesto que sus monedas nacionales no circulan en el exterior (García, Mata y Nell, 2008).

La noción de las asimetrías monetarias internacionales implica efectos interdependientes: el efecto cantidad y el efecto precio. El primero implica que en las ERRs existe una conexión de política entre el volumen de reservas en divisas, el ritmo del gasto público, y la tasa de interés de corto plazo: el simple hecho de que los bancos centrales receptores tengan que acumular un acervo mínimo de reservas en moneda extranjera afecta la fijación de la tasa de interés y el crecimiento del gasto fiscal (García, Mata y Nell, 2008). El efecto cantidad implica que la estructura de balance de los bancos centrales receptores está caracterizada por el predominio de las reservas internacionales, del lado del activo, y las reservas bancarias, los depósitos del gobierno, las letras emitidas por el banco central,

² Hasta el momento de redacción de este trabajo, lo tradicional es que los contratos petroleros se denominen en términos del dólar estadounidense, en vez de en términos de otras monedas de reserva como el euro. Desde la perspectiva del sistema monetario internacional, esto es fundamental en tanto que contribuye a explicar la circulación internacional del dólar estadounidense, al asociársele un valor de uso universal: todos los países requieren petróleo, *ergo* todos requieren dólares. Aunque la explicación detrás del predominio del dólar podría reducirse al hecho de que, a diferencia de la UE y el euro, los EEUU y el dólar cuentan con un mercado de deuda federal libre de riesgo, con un presupuesto fiscal y banco central federal (Reserva Federal) dispuestos a imprimir dinero en caso de ser necesario. La contabilidad macro global implica que para que las economías que acumulan divisas extranjeras (ERRs) pasen a acumular más euros que dólares estadounidenses (i.e. para que el euro sustituya al dólar como moneda de reserva dominante) debe ser el caso que el valor de la deuda en euros de la UE con el resto del mundo supere el valor de la deuda en dólares de los EEUU, toda vez que, por definición, las deudas de las economías emisoras (EERs) constituyen las reservas internacionales de las economías receptoras (ERRs).

y otros sustitutos del efectivo, en el pasivo. Esto contrasta con el predominio respectivo de las letras del tesoro y el efectivo en el caso de los bancos centrales emisores.

El segundo efecto es consecuencia del primero; en particular, del hecho de que en las ERRs dos reservas monetarias coexistan: aquella de moneda local que es elástica y aquella de moneda extranjera que no lo es. El precio de la primera es la tasa de interés y el de la segunda el tipo de cambio. El efecto precio implica que en las ERRs el nexo entre la tasa de cambio y la tasa de interés se debilita con el aumento del acervo de divisas: mientras mayor sea tal acervo, mayor será la capacidad del gobierno de limitar el impacto de las fluctuaciones en la tasa de interés (y los flujos de divisas) sobre el tipo de cambio.

Mientras las reservas puedan variar lo suficiente, un alza (caída) de la tasa de interés conducente a entradas (salidas) de divisas podría ser compensada con un alza (reducción) equivalente en el acervo de divisas, limitando así el impacto sobre el tipo de cambio (García, Mata y Nell, 2008). Es pertinente señalar que lo anterior, sumado al sesgo de las autoridades en contra de las apreciaciones cambiarias, explica por qué las ERRs suelen acumular cuantiosos acervos de moneda extranjera, siempre que los costos de esterilización sean considerados relativamente bajos.

Las asimetrías monetarias internacionales implican diferentes estructuras de balance, reacciones de política y comportamientos monetarios que dependen de si la moneda local es o no de reserva internacional – i.e. si se trata de una ERR o EER. La política monetaria es más elástica en las EERs que en la ERRs donde la necesidad de acumular divisas implica que los sustitutos del efectivo deben predominar para esterilizar las intervenciones cambiarias (García, Mata y Nell, 2008). Es importante destacar, por tanto, que el hecho de que las EERs no requieran acumular reservas en divisas implica que los tipos de cambio de sus monedas con respecto a las de la ERRs dependan esencialmente de la acumulación de reservas por parte de éstas (e.g. la tasa de cambio peso/dólar).

Por este motivo, el banco central emisor dominante (i.e. la Reserva Federal de los EEUU) apenas puede influir de una forma indirecta sobre los tipos de cambio de la moneda local (el dólar estadounidense) respecto a las monedas de las ERRs (peso, yuan, bolívar, etc.) por medio de cambios en la tasa de interés (induciendo cambios en

portafolios privados); más no puede determinar directamente tales tipos de cambio, al no acumular/desacumular divisas extranjeras (¿por qué acumular divisas si, al final, el dólar circula en el exterior?); por lo contrario, tal ajuste requiere de la coordinación internacional o presiones políticas como aquellas observadas usualmente durante, al menos, la primera década del siglo XXI en el caso del tipo de cambio yuan/dólar, el gobierno de los EEUU y el de China.

Obsérvese que lo anterior no es el caso de las tasas de cambio entre monedas de reserva (e.g. la tasa dólar/euro), las cuales dependen más bien de las fuerzas de mercado y de los diferenciales de intereses (los portafolios del sector privado). Nótese igualmente que las asimetrías monetarias internacionales y la llamada Ley de Thirlwall (Thirlwall, 1979) sobre restricciones de balanza de pagos son complementarias; ambas tienen que ver con la sostenibilidad del crecimiento, aunque la Ley de Thirlwall es más precisa al respecto, al vincular el crecimiento con los desbalances de pagos internacionales. Pero su enfoque es en la esfera real mientras que el de las asimetrías es en la financiera; por tanto, si el dinero es o no una mercancía en oferta fija no importa para Thirlwall. Mientras que, desde la perspectiva de las asimetrías del sistema monetario internacional, la presencia de monedas de reserva internacional con oferta elástica es esencial para explicar ciertos fenómenos tales como: por qué sólo las ERRs deben acumular divisas, y por qué las políticas fiscales y monetarias dependen de si la economía emite o no una moneda de circulación internacional.

En pocas palabras, la noción de las asimetrías monetarias internacionales explica por qué la Ley de Thirlwall aplica sólo a las ERRs y no a las EERs, las cuales pueden expandir su oferta de moneda local para atender desbalances de pagos (déficit de cuenta corriente) con el exterior. Las asimetrías explican por qué las EERs (como los EEUU y la UE) pueden enfrentar crisis crediticias más no monetarias, en el sentido de que siempre existe por lo menos un tipo de cambio (no importa el nivel) al cual sus monedas son aceptadas en el exterior. Es esta condición de existencia la que define matemáticamente la presencia de tales asimetrías (García, Mata y Nell, 2008).

Este trabajo verifica el argumento arriba indicado de García, Mata y Nell (2008) acerca de las estructuras de balance de los bancos centrales para un grupo de países de la OPEP: Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y

Venezuela³. El énfasis sobre su estructura de activos y pasivos no se debe a que temas ampliamente discutidos en la literatura tales como el rentismo o la enfermedad holandesa no sean importantes, sino exclusivamente a que la observación de sus balances sea la mejor forma de identificar similitudes y diferencias – véase Uslar Pietri (1955), Malavé (1962), Baptista (1997, 2004), Sachs y Warner (1995), García (2002), Corden y Neary (1982) y Corden (1984), entre otros, en relación al rentismo y la enfermedad holandesa.

La próxima sección discute, en el ámbito de la economía abierta, el comportamiento del gobierno y de la banca central de las economías receptoras de reservas (ERRs) en base al trabajo de García, Mata y Nell (2008). La tercera sección plantea el caso teórico de la política monetaria en los países miembros de la OPEP, como caso particular de las ERRs. La cuarta presenta la evidencia empírica sobre la estructura de activos y pasivos de los bancos centrales de la OPEP durante 2003-2008, y la quinta presenta las conclusiones.

1.- LA POLÍTICA MONETARIA DE LA BANCA CENTRAL Y EL GOBIERNO EN LAS ERRs

Las economías receptoras de reservas – entre ellas los países de la OPEP– se caracterizan por su necesidad de acumular reservas en divisas, debido a que sus transacciones con el exterior no suelen ser denominadas (ni cancelables) en términos de sus monedas locales (las cuales no circulan internacionalmente); pero también por el hecho de exhibir regímenes cambiarios de facto no flexibles, o autoridades que intervienen en el mercado debido a la necesidad de limitar las fluctuaciones cambiarias.

La tasa de crecimiento del gasto público en las ERRs depende de distintas variables políticas, sociales y económicas. Pero la disponibilidad relativa de reservas en divisas posiblemente es una de las variables esenciales que la determinan; aunque el anterior, según la lógica, no es necesariamente el caso de las economías con tipos de cambio flexibles, o de aquellas que no se preocupen por las fluctuaciones cambiarias o la acumulación de divisas al exhibir, por ejemplo, una *ratio* de comercio sobre PIB relativamente baja (García, Mata y Nell, 2008).

³ Los casos de Argelia y Angola no fueron presentados por problemas con la disponibilidad de la información. Mientras que el caso de Ecuador fue descartado por tratarse de un régimen de dolarización completa.

En el caso de las economías que exhiben preocupación por la acumulación de divisas y las fluctuaciones cambiarias (e.g. las economías de los países de la OPEP), la tasa de crecimiento del gasto público suele estar determinado por *ratio* de flujos sobre acervos tales como la *ratio* de importaciones y salidas de divisas sobre reservas de moneda extranjera. Más aún, en esas economías las contracciones (expansiones) monetarias resultantes del superávit (déficit) fiscal han de ser compensadas (absorbidas) con cambios en acervos (i.e. las cantidades) si se desea evitar el ajuste del tipo de cambio y de la tasa de interés (i.e. los precios financieros). Entre los acervos fundamentales de absorción en las ERRs están las reservas en divisas, los depósitos del gobierno que crecen con los impuestos y emisiones de deuda en moneda local y extranjera, y la deuda de la banca central (BC), incluidas las reservas bancarias (depósitos de las instituciones financieras en la BC), certificados de depósitos y otros substitutos del efectivo. La actuación coordinada entre el gobierno y la BC es fundamental, puesto que para acomodar las necesidades de liquidez, fijar la tasa de interés y el tipo de cambio al nivel escogido, deben ajustarse las emisiones de letras y bonos o transferirse depósitos gubernamentales de una forma activa entre la banca privada y el banco central.

La deuda del gobierno y la banca central incluye la deuda en moneda local y extranjera; es decir, el dinero base (efectivo más reservas bancarias), las letras y bonos del tesoro, y letras/CDs del banco central que mantienen los bancos comerciales, netos de la tenencia de letras del tesoro por parte del banco central; mientras que la deuda en divisas se reduce a los bonos soberanos y otras deudas en moneda extranjera.

La tasa de señoreaje es la *ratio* entre la deuda que no paga intereses sobre la deuda total (en moneda local). Las ganancias/pérdidas de capital del gobierno dependen de la revaluación de los bonos en moneda local y extranjera, éstos últimos también afectados por las fluctuaciones cambiarias. La estructura del portafolio del gobierno se basa en motivaciones de estabilización, no de especulación.

El tesoro tiende a mantener depósitos en la banca en base a una fracción constante sobre la totalidad de los depósitos. Los depósitos del tesoro en la BC se tienen en proporción a las reservas en divisas en una situación de déficit, mientras bajo condiciones de superávit, los depósitos del tesoro en el banco central pasan a ser el acervo de

absorción que compensa las intervenciones cambiarias y reduce los costos del proceso de esterilización. Las restricciones asociadas al balance de la banca comercial implican que transferir depósitos del gobierno, de los bancos al banco central, reduce la demanda de los primeros por letras y bonos del tesoro, y CDs de la BC, reduciendo así los costos de esterilización. Hallazgos previos sugieren que la fracción de los depósitos del tesoro en el banco central (relativa a aquéllos en los bancos) es mayor en las ERRs que en las EERs, y sobre todo mayor en los países exportadores de crudo (García, Mata y Nell, 2008) – e.g. en Noruega, el 85-90% del pasivo de la BC son depósitos del tesoro (incluido el fondo petrolero).

Nótese que este mecanismo particular de esterilización es equivalente a un ajuste en la tasa de requerimientos de reservas bancarias, pues ambos reemplazan a las emisiones, ofreciendo al gobierno la posibilidad de ahorrar en intereses; el resultado implica intervenciones en el mercado que evitan apreciaciones del tipo de cambio y esterilizaciones que impiden la caída de la tasa de interés.

En las ERRs como las de la OPEP, la tasa de interés de referencia fijada por la BC (resulta una excepción Venezuela, donde la banca central no fija la tasa interbancaria) depende de diversos objetivos, pero también, de la escasez relativa de reservas en divisas. La tasa objetivo en esas economías podría interpretarse como aquella que las autoridades fijarían bajo un régimen de flotación, o cuando las reservas en divisas son tan cuantiosas que las restricciones externas no aplican; equivalentemente, podría interpretarse como aquella tasa que las autoridades fijarían si sus monedas circularan en el exterior.

El punto es que, para cierto rango, la tasa de interés de referencia de las ERRs dependería de la disponibilidad relativa de reservas en divisas (i.e. *efecto cantidad*), y también de la preocupación de las autoridades por la estabilidad cambiaria, en la medida en que las fluctuaciones de los precios relativos afectan la inflación, el pago de rentas y otros flujos en divisas hacia el exterior (*efecto precio* - García, Mata, por publicar). En pocas palabras, cuando los gobiernos de las ERRs consideran tener suficientes divisas, fijan la tasa de interés de corto plazo (i.e. la tasa de referencia) igual a la tasa objetivo, caso éste en el cual la política monetaria pasa a ser tan flexible como en las EERs. Pero también fijan la tasa de referencia igual a la tasa objetivo cuando las salidas de divisas son tan cuantiosas que la flotación cambiaria se hace necesaria para ajustar el sistema.

En el último caso, tarde o temprano, las autoridades han de recurrir a incrementos de la tasa de interés (y recortes del gasto) para reponer un acervo mínimo de moneda extranjera suficiente para cubrir los compromisos de los sectores público y privado. Lo anterior implica que la tasa de interés se fija por encima de la tasa objetivo sólo dentro de un intervalo, aquel a lo largo del cual el acervo de divisas resulta suficiente para cubrir los compromisos del gobierno, más no los de toda la economía. De allí que el gobierno supervise con frecuencia la *ratio* de reservas en divisas sobre importaciones y salidas.

Obsérvese, sin embargo, que en el corto plazo el gobierno de la ERR tiene otra alternativa: éste puede estabilizar sus reservas en divisas emitiendo deuda en moneda extranjera (deuda soberana) a un precio determinado a nivel internacional. No obstante, lo anterior sólo ocurre cuando el régimen cambiario no es flexible, cuando las reservas en divisas están por debajo del mínimo tolerado, y existe la opción efectiva de colocar deuda en los mercados internacionales. Ello debido a que estos mercados usualmente no toleran que la deuda en moneda extranjera (deuda soberana de los países) supere cierta proporción entre el PIB y las exportaciones: las relaciones entre flujos y acervos juegan un rol fundamental.

Lo anterior es muy importante, ya que cuando el gobierno es capaz de colocar la cantidad de deuda soberana necesaria para reponer el mínimo de reservas en moneda extranjera, tal deuda actúa como el único acervo de absorción, mientras que cuando el gobierno coloca una cantidad inferior a aquella necesaria para reponer el mínimo acervo tolerado, tanto la deuda como las reservas en moneda extranjera fungen de forma simultánea el rol de acervos de absorción. Es de observar que cuando el nivel de reservas en moneda extranjera es excesivamente bajo llega un punto en que pasa a ser necesario permitir que el tipo de cambio varíe o fluctúe. En este caso no se produce variación en las reservas y la deuda en divisas (cantidades), sino que el tipo cambio (el precio) pasa a ser ajustado exógenamente por las autoridades, o éstas lo dejan flotar, en cuyo caso queda determinado endógenamente por el mercado.

En el caso contrario, asociado a la presencia de influjos crecientes de moneda extranjera, la evidencia en García y Mata (por publicar) sugiere que las autoridades prefieren intervenir para evitar las apreciaciones cambiarias, acumulando suficientes reservas en divisas y disminuyendo sus deudas, mientras mantienen las tasas de interés

y cambio constantes. Bajo tales condiciones, las autoridades deben compensar sus intervenciones cambiarias con emisiones en moneda local, ajustes en la tasa de requerimientos de reservas bancarias y transferencias de depósitos gubernamentales de la banca privada a la BC, de forma tal de reducir los costos fiscales de la esterilización.

En todo caso, el argumento central es que el comportamiento y las decisiones de política en las ERRs dependen de la acumulación de divisas, puesto que ello afecta la estructura de activos y pasivos y, por tanto, las interdependencias entre el gobierno, la banca central y los restantes sectores, a la vez que disminuyen la elasticidad y aumentan la influencia de la política fiscal, monetaria y cambiaria, creando necesidades endógenas de esterilización: los bancos centrales de las ERRs (como, por ejemplo, los de la OPEP) tienden a reemplazar sus tenencias de letras del gobierno local con reservas en divisas, y sus pasivos en efectivo por pasivos de extracción: requerimientos de reservas bancarias, CDs y letras del banco central y depósitos del gobierno en esa institución, tendencia ésta que se acentúa en la medida en que la *ratio* comercio/PIB crece (García y Mata, por publicar).

Intuitivamente, el punto es que las autoridades de las ERRs se sienten tranquilas cuando el acervo de reservas es suficiente para cubrir todos los compromisos públicos y privados, circunstancia bajo la cual siguen acumulando reservas, fijan la tasa de interés igual a la tasa objetivo, repagan deudas previas en divisas, y mantienen el gasto público creciendo a una tasa normal (e.g. China antes de la crisis).

Se percibe que en las ERRs no existe mecanismo económico alguno responsable de acelerar el ritmo del gasto público de forma tal de mantener constante el volumen de las reservas; más bien, éstas pueden crecer sin límite, aunque a una tasa constante. Esto implica que la *ratio* cuenta corriente/PIB de las ERRs –el déficit de las EERs– debe eventualmente converger, aún en la ausencia de crisis globales, decisiones de política económica o fuerzas políticas (internas o externas) que puedan causar el incremento del gasto público o la reducción de las tasas de interés más allá de lo normal – e.g. eventualmente, el déficit en cuenta corriente sobre PIB de los EEUU debería converger, aún cuando esto ocurriría antes si las tasas peso/dólar se revalúan (e.g. yuan/ dólar) o si los gobiernos de las ERRs, por razones políticas u otras, deciden aumentar su ritmo de gasto.

No obstante, aparte de las presiones políticas internas y externas, en las ERRs no existe incentivo para permitir la libre flotación, recudir las intervenciones, o la tasa de interés por debajo de la tasa objetivo. Obsérvese que en el caso contrario, cuando, más bien, las reservas caen por largo tiempo, la tranquilidad termina: las autoridades saben que pronto deberán reducir su gasto, aumentar las tasas de interés, y su deuda en divisas, mientras las condiciones externas mejoran. Pero si las condiciones no mejoran a tiempo, las ERRs deben restringir su política fiscal mucho más, reduciendo la tasa de crecimiento del gasto público en términos reales, situación ésta que usualmente ocurre cuando las reservas en divisas colapsan por debajo del mínimo, forzando a las autoridades a devaluar o dejar fluctuar el tipo de cambio.

En relación a la banca central (BC) hay que destacar que sus ganancias van al gobierno y están compuestas por el interés neto sobre letras y bonos del tesoro, CDs de extracción, operaciones de redescuento y tenencias netas de reservas en divisas. De allí que usualmente el balance neto de la BC cambie con las fluctuaciones cambiarias que afectan el valor en moneda local de las reservas en divisas. El banco central, pensando en la estabilidad del sistema de pagos, acomoda la demanda de efectivo y reservas bancarias. Pero las tasas de requerimientos de reservas bancarias sobre las cuentas corrientes, cuentas de ahorro y CDs de los bancos comerciales, las establece el banco central. Habitualmente, cuando el régimen no es flexible, tales tasas se incrementan o recortan, dependiendo de las necesidades de esterilización: los cambios en las reservas bancarias no remuneradas ayudan a compensar/esterilizar las intervenciones cambiarias sin costo. Por ello, las tasas de reservas bancarias en moneda local están sujetas a cambios en el proceso de acumulación de divisas (García, Mata y Nell, 2008).

El banco central de la ERR acomoda la demanda/tenencia de depósitos del gobierno (mecanismo esencial de esterilización), acreditando/debitando la cuenta de la tesorería cuando se requiera. El BC también interviene para hacer efectiva la tasa de interés, acomodando su propia demanda de letras del tesoro y la del público. Vale destacar que, contrario al caso de los bancos centrales emisores, lo anterior ocurre básicamente del lado del pasivo con cambios en la oferta de CDs, los cuales pasan a ser el principal acervo de absorción del banco central receptor. Esto se debe a que la demanda de letras del tesoro de los bancos centrales de las ERRs suele ser relativamente

baja (insignificante a veces), ya sea por motivos legales o restricciones autoimpuestas. Es un hecho estilizado que el banco central de las ERRs, donde la inyección monetaria depende primordialmente de la acumulación divisas, tienda a mantener letras del tesoro en una baja proporción del total de su activo (García, Mata y Nell, 2008), proporción que depende usualmente de la *ratio* comercio/PIB (como *proxy* de la preocupación cambiaria), de forma que mientras mayor sea tal *ratio*, menor será la demanda del banco central por las letras locales.

En general lo que importa es que, en las ERRs, el dinero base tiende a inyectarse a través de aumentos del acervo de divisas (activo), y a extraerse en base a reducciones del mismo y aumentos en la emisión de CDs del banco central, la tasa de reservas bancarias y de los depósitos del tesoro en el banco central (pasivo). La política monetaria es, por ende, menos elástica, pero a la vez más influyente en las ERRs que en las EERs, donde los tipos de cambio los determina el mercado (los portafolios privados), no el Estado. El banco central suele fijar la tasa de interés de sus CDs igual o parecida a las de las letras del tesoro, lo cual implica que para los banqueros ambos activos son sustitutos. Estos, no obstante, podrían tener que acudir de tanto en tanto a la ventanilla de descuento, situación de iliquidez en la cual las autoridades están forzadas a acomodar su demanda. La tasa de redescuento la fija la banca central por encima de la de referencia.

2.- LA POLÍTICA MONETARIA EN LOS PAÍSES DE LA OPEP

Las economías de la OPEP son, por definición, economías receptoras de reservas (ERRs). Es decir, economías cuyos bancos centrales no emiten monedas de reserva internacional. De allí que sus portafolios se caractericen por el predominio de las reservas en divisas, del lado del activo, y de los sustitutos del dinero efectivo como las reservas bancarias (i.e. los depósitos de las instituciones financieras en la BC), los depósitos del gobierno y los títulos de absorción (CDs de la BC), del lado del pasivo. Así sus portafolios reflejan: la intervención o estabilización cambiaria (del lado del activo) y la esterilización o estabilización de la tasa de interés (del lado del pasivo).

Sin embargo, existen dos diferencias entre las economías exportadoras netas de petróleo (e.g. las de la OPEP) y el resto de las ERRs. La primera es que la volatilidad reciente del precio del crudo ha implicado que la estabilización del tipo de cambio y la tasa de interés – la intervención cambiaria y la esterilización – tiendan a ser procesos más manifiestos en el caso de las economías de la OPEP que en el caso de las otras ERRs. Por ejemplo, García, Mata y Nell (2008) hallaron que el peso de las reservas en divisas, en el activo, y los sustitutos del efectivo, en el pasivo, era mayor en los exportadores netos de crudo que en el resto de las ERRs estudiadas⁴. Y la segunda es que el arreglo institucional detrás del proceso de intervención cambiaria y esterilización en las economías de la OPEP y el resto de las ERRs suele ser distinto, trayendo como consecuencia que los regímenes cambiarios sean menos flexibles en el caso de las economías de la OPEP que en el resto de las ERRs.

Mientras en el último caso, los bancos centrales suelen intervenir de tanto en tanto en los mercados interbancarios, comprando activos en divisas a cambio de moneda local (estabilización del tipo de cambio) para posteriormente retirarla/absorberla mediante emisiones de títulos públicos y certificados de depósitos (CDs) de la BC, e incrementos de la tasa legal de reservas bancarias (esterilización, o estabilización de la tasa de interés), en el caso de los países de la OPEP, tales intervenciones suelen ocurrir con mayor frecuencia, usualmente vía convenios cambiarios que procuran garantizar un tipo de cambio (precio) fijo para los petrodólares y que, por tanto,

4 García, Mata y Nell (2008) estudiaron para el 2003-2006 a los bancos centrales de Argentina, Brasil, México, Perú, Venezuela, Noruega, China, Kuwait, India y Emiratos Arabes Unidos como ERRs, y a EEUU, la UE, Japón y RU como EERs.

implican una mayor necesidad de instrumentos de absorción sustitutos del efectivo⁵.

El hecho es que los países exportadores netos de petróleo (e.g. los países de la OPEP) prefieren determinar exógenamente los tipos de cambio de sus monedas con respecto al dólar estadounidense (moneda en base a la cual se denominan los contratos de petróleo) y otras monedas de reserva como el euro. No importa si lo anterior se debe al hecho de que en las economías petroleras no suele cumplirse la condición Marshall-Lerner, o a que las autoridades de la OPEP deseen reducir los efectos adversos de la enfermedad holandesa. Lo que importa es que la preferencia por regímenes cambiarios fijos o poco flexibles conduce necesariamente a la acumulación de reservas en divisas, del lado del activo, y a una aparición más evidente de sustitutos del efectivo como mecanismo de esterilización.

En los países de la OPEP, cada vez que sube (cae) el precio del crudo, el banco central interviene en el mercado de dinero para evitar la caída (aumento) del tipo de cambio, entregando moneda local (extranjera) a cambio de la extranjera (local) para posteriormente, esterilizar el efecto de sus intervenciones sobre la tasa de interés, incrementado (reduciendo) considerablemente los sustitutos del efectivo. La idea del proceso así descrito es buscar impedir que los cambios en el tan volátil precio del crudo no afecten los salarios reales (tipo de cambio real, o precios relativos). Esto significa buscar que los ajustes en la economía, posterior a cambios en el precio del crudo, ocurran mediante ajustes de cantidades en los portafolios del banco central y el gobierno (i.e. reservas en divisas del lado del activo, y sustitutos del efectivo del lado del pasivo), en vez de mediante cambios en los precios de los bienes y servicios y activos y pasivos (el tipo de cambio y la tasa de interés).

5 Un ejemplo es el llamado Convenio Tinoco en el caso venezolano, el cual se remonta a agosto de 1934. Este Convenio buscaba estabilizar el tipo de cambio mediante un acuerdo con las compañías petroleras que lo fijaba en 3,90 Bs/US\$ para la compra y 3,93 Bs/US\$ para la venta (Mayobre, 1941). Sin embargo, con la reforma de la Ley del Banco Central de Venezuela (BCV) del 2009, la heredera de esas compañías, Petróleos de Venezuela (PDVSA), ya no está obligada a vender la totalidad de sus divisas a la banca central (BCV). Más aún, la presencia del control cambiario, implantado posteriormente al paro petrolero del año 2003, ha implicado presuntamente la posibilidad por parte de PDVSA de vender divisas a un tipo de cambio superior al oficial en el denominado mercado paralelo. El futuro del Convenio Tinoco dependerá, por tanto, de los cambios que ocurran con los arreglos institucionales en respuesta a la reforma de la Ley del BCV.

Sin embargo, el proceso arriba descrito implica una asimetría importante, en tanto que el banco central de un país exportador neto de petróleo está en la posición de evitar las apreciaciones cambiarias indefinidamente (e.g. tipo de cambio riyal/dólar), más no en la posición de evitar indefinidamente las depreciaciones. La razón es que el banco central puede imprimir dinero base (y luego esterilizarlo) *pari passu* con las entradas de divisas, mas no puede imprimir moneda extranjera cuando se requiere vender, para mantener el tipo de cambio fijo, un monto superior al acervo acumulado. De allí que la sostenibilidad de los tipos de cambio fijos de la OPEP disminuya con la tasa de inflación interna, y aumente con la tasa de inflación externa, incluida la tasa de inflación internacional del precio del crudo.

De hecho, si los precios son fijados como un marcaje sobre los costos de producción y, por tanto, los beneficios como una función de los salarios, puede afirmarse que la sostenibilidad de los tipos de cambio fijos en las economías de la OPEP disminuye con la tasa de inflación interna de los salarios y el marcaje sobre los costos de producción; y aumenta con la tasa de incremento de la productividad, y la tasa de inflación externa, incluida la tasa de inflación internacional del precio del crudo.

Ocho ecuaciones y una desigualdad pueden aclarar el por qué del argumento anterior:

$$Y \cdot P = W \cdot N + B \quad \text{División del PIB transable a costo factorial (1)}$$

$$Y^* \cdot P^* = W^* \cdot N^* + B^* \quad \text{División del PIB transable del exterior a costo factorial (2)}$$

$$B = W \cdot N \cdot (\lambda) \quad \text{Beneficios internos como función de los salarios (3)}$$

$$B^* = W^* \cdot N^* \cdot (\lambda^*) \quad \text{Beneficios del exterior como función de los salarios (4)}$$

$$P^* \cdot (X - M) + Pp^* - Mp \geq 0 \quad \text{Superávit en cuenta corriente (sostenibilidad) (5)}$$

$$M = M_0 + \beta^* \cdot \frac{P}{E \cdot P^*} \quad \text{Demanda de importaciones (6)}$$

donde Y es el PIB real transable medido a costo de factores, P el nivel de precios del producto transable, W el nivel de salario promedio, N el número de individuos ocupados en la economía formal e informal, B los beneficios, λ el marcaje sobre costos de producción, X y M las exportaciones e importaciones no petroleras, Xp y Mp exportaciones e importaciones petroleras, Pp^* el precio del petróleo determinado en el resto del mundo, M_0 es el componente exógeno asociado a la demanda de importaciones, $\beta^* \succ 0$ un parámetro, E el tipo de cambio nominal, y, finalmente, el asterisco se refiere a las variables en el resto del mundo.

Las ecuaciones (1) y (2) asociadas a la distribución del PIB transable (a costo factorial) pueden combinarse respectivamente con las ecuaciones (3) y (4) de la siguiente forma:

$$P = [W/A] \cdot (1 + \lambda) \quad \text{El nivel de precios en la economía interna} \quad (7)$$

$$P^* = [W^*/A^*] \cdot (1 + \lambda^*) \quad \text{El nivel de precios en la economía del resto del mundo} \quad (8)$$

donde " $A = Y/N$ " y " $A^* = Y^*/N^*$ " son respectivamente la productividad media del trabajo en el sector transable de la economía nacional y del resto del mundo.

Posteriormente, substituyendo (6) en (5), se obtiene que:

$$E \geq \frac{\beta^* \cdot P}{P^* \cdot (X - M_0) + Pp^* \cdot (Xp - Mp)} \quad (9)$$

Lo anterior implica que la sostenibilidad del tipo de cambio tiende a disminuir con la inflación interna ($\Delta P \succ 0$), y tiende a aumentar con la inflación externa no petrolera ($\Delta P^* \succ 0$) y la inflación externa petrolera ($\Delta Pp^* \succ 0$).

Finalmente, la ecuación (9) puede ser rescrita en términos de los salarios y el marcaje, substituyendo (7) y (8) en (9):

$$E \geq \frac{\beta^* \cdot [W/A] \cdot (1 + \lambda)}{[W^*/A^*] \cdot (1 + \lambda^*) \cdot (X - M_0) + Pp^* \cdot (Xp - Mp)} \quad (9)'$$

La sostenibilidad del tipo de cambio tiende a disminuir con la inflación salarial interna ($\Delta W \succ 0$) y el incremento de la productividad en el resto del mundo ($\Delta A^* \succ 0$), y tiende a aumentar con la inflación salarial externa ($\Delta W^* \succ 0$), el incremento interno de la productividad ($\Delta A \succ 0$), y el alza del precio del crudo ($\Delta Pp^* \succ 0$). Si la inflación interna supera a la inflación externa petrolera y no petrolera, eventualmente se hará negativa la cuenta corriente y de capital privado, obligando a devaluar por la caída de las reservas.

3.- CONTRASTE EMPÍRICO

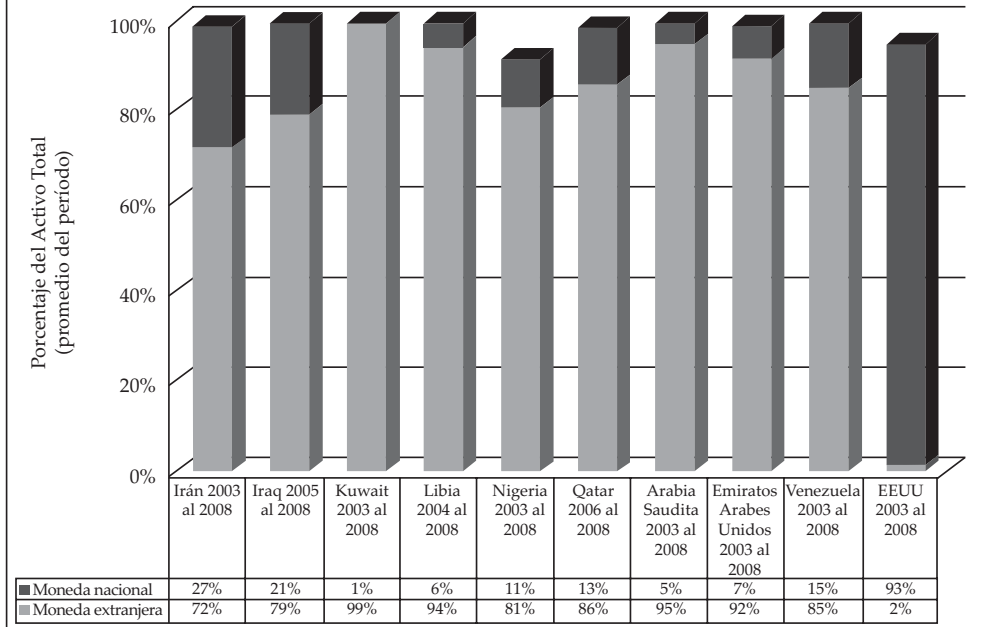
Las estructuras de activos y pasivos de los siguientes bancos centrales de la OPEP fueron contrastadas con la estructura de balance de la Reserva Federal de los EEUU (2003-2007) para el período que va del año 2003 al 2008, o sub-períodos de éste cuando se indique: Irán, Iraq (2005 al 2008), Kuwait, Libia (2004 al 2008), Nigeria, Qatar (2006 al 2008), Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela.

El gráfico 1 deja en evidencia que los bancos centrales de la OPEP exhiben una estructura de activo que es totalmente opuesta a la de la Reserva Federal de los EEUU⁶. Mientras este último banco mantuvo en promedio durante el período el 93% del activo denominado en moneda nacional, los bancos centrales de Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela mantuvieron, respectivamente, 27%, 21%, 1%, 6%, 11%, 13%, 5%, 7% y 15%. Y mientras la Reserva Federal de los EEUU mantuvo apenas un 2% de su activo en moneda extranjera, los bancos centrales de Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, y Venezuela mantuvieron, respectivamente, 72%, 79%, 99%, 94%, 81%, 86%, 95%, 92% y 85%.

Claramente, el componente fundamental del activo en el caso de los EEUU es aquel denominado en moneda nacional, mientras que el componente esencial del activo en el caso de los bancos centrales de los países de la OPEP es aquel denominado en moneda extranjera. El hecho de si la moneda nacional circula o no en el exterior y el régimen cambiario determinan las necesidades y la preferencia por la liquidez en divisas de los bancos centrales (García, Mata y Nell, 2008).

6 Los efectos de la crisis financiera global sobre la estructura del pasivo de la Reserva Federal de los EEUU han sido notorios. Para marzo del año 2010, el principal componente ha dejado de ser el efectivo (39%) pasando a ser las reservas bancarias (51%) depositadas por las instituciones financieras asistidas durante el proceso de intervención de las autoridades en los mercados hipotecarios. La Reserva Federal de los EEUU, a raíz de la crisis, se vio obligada a intervenir para acomodar las necesidades de liquidez de los bancos, comprando activos "tóxicos" a cambio de reservas bancarias que han esterilizado los efectos de las intervenciones sobre la tasa de interés. El activo sigue denominado en la moneda nacional, el dólar (99%), a pesar de la crisis financiera, y es de esperar que el efectivo recupere gradualmente su predominio.

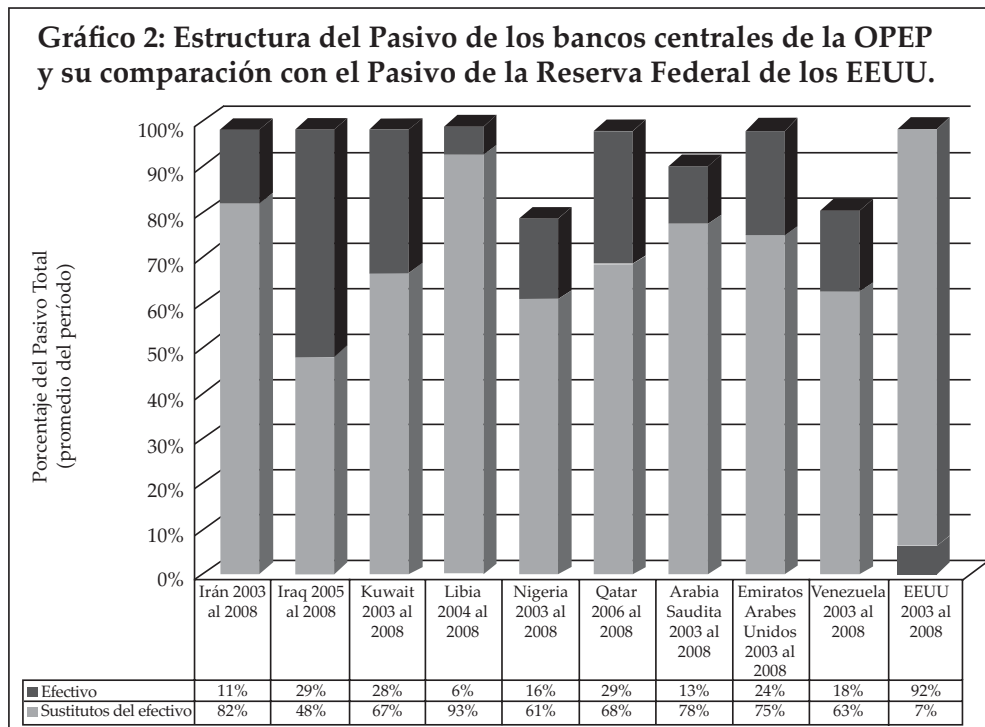
Gráfico 1: Estructura del Activo de los bancos centrales de la OPEP y su comparación con el Activo de la Reserva Federal de los EEUU.



Fuente: Bancos centrales y cálculos propios. La sumatoria del activo denominado en moneda nacional y extranjera no necesariamente debe dar 100%, toda vez que existen otros activos (e.g. reales).

En relación al pasivo, el efectivo representó en promedio, durante el período analizado, alrededor del 92% en el caso de la Reserva Federal de los EEUU y, respectivamente, 11%, 29%, 28%, 6%, 16%, 29%, 13%, 24% y 18% en el caso de Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela. Por lo contrario, mientras los substitutos del efectivo representaron 7% del pasivo para la Reserva Federal de los EEUU, en el caso de Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, y Venezuela representaron, respectivamente, 82%, 48%, 67%, 93%, 61%, 68%, 78%, 75% y 63% (véase el Gráfico 2).

Es claro que el componente esencial del pasivo en el caso de los EEUU es el efectivo, mientras que son los substitutos del efectivo en el caso de los bancos centrales de los países pertenecientes a la OPEP. Las necesidades de esterilización posteriores a las intervenciones cambiarias – la fijación de la tasa de interés – determinan el pasivo de los bancos centrales receptores de reservas (García, Mata y Nell, 2008). En particular, de los substitutos del efectivo, los depósitos de la administración pública representaron para la Reserva Federal de los EEUU el 1% del pasivo, mientras que en el caso de Irán, Iraq,



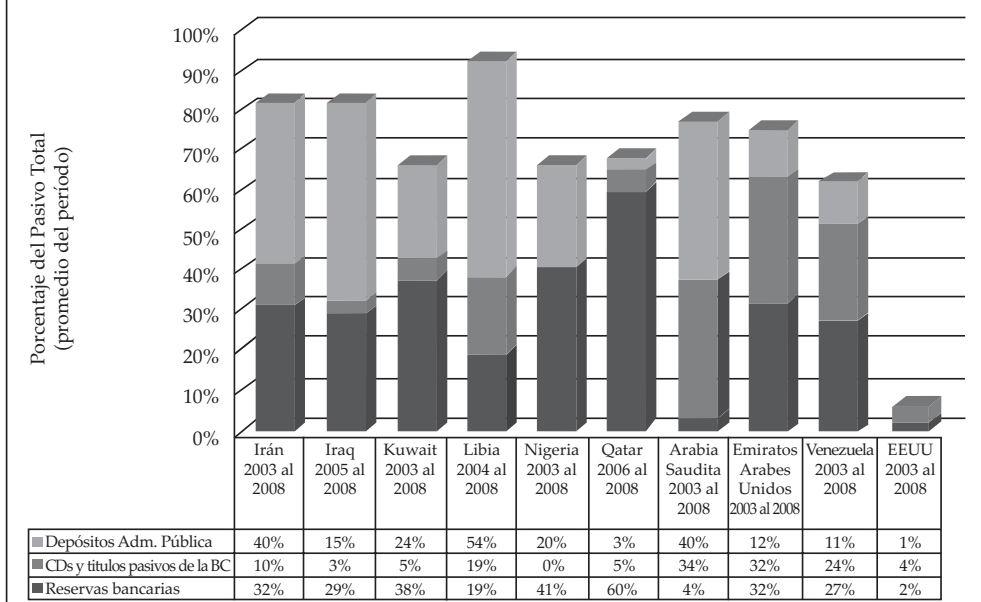
Fuente: Bancos centrales y cálculos propios. La sumatoria del efectivo y sus sustitutos no tiene por qué dar 100% necesariamente, toda vez que existen otros pasivos.

Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos, y Venezuela representaron, respectivamente, 40%, 15%, 24%, 54%, 20%, 3%, 40%, 12% y 11% (véase el gráfico 3).

Igualmente, entre los sustitutos del efectivo, los certificados de depósitos (CDs) y títulos emitidos por la banca central representaron para la Reserva Federal el 4% del pasivo, mientras que en el caso de Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela representaron, respectivamente, 10%, 3%, 5%, 19%, 0%, 5%, 34%, 32% y 34% (véase el Gráfico 3).

Finalmente, también entre los sustitutos del efectivo, las reservas bancarias depositadas en la banca central representaron para la Reserva Federal de los EEUU el 2% del pasivo, mientras que en el caso de Irán, Iraq, Kuwait, Libia, Nigeria, Qatar, Arabia Saudita, Emiratos Árabes Unidos y Venezuela representaron, respectivamente, 32%, 29%, 38%, 19%, 41%, 60%, 4%, 32% y 27% (véase el Gráfico 3).

Gráfico 3: Estructura de los substitutos del efectivo de los bancos centrales de la OPEP y su comparación con el caso de la Reserva Federal de los EEUU.



Fuente: Bancos centrales y cálculos propios.

En todo caso, los datos empíricos reflejan claramente que los bancos centrales de los países de la OPEP, optan por substitutos del efectivo tanto sin costo fiscal (sin pago de intereses) – modificación de la tasa legal de reservas bancarias, o el traspaso de los depósitos del gobierno de la banca privada a la banca central – como con costo fiscal – como la emisión de certificados de depósitos (CDs) y títulos de deuda – a la hora de esterilizar los efectos sobre la tasa de interés resultantes de sus intervenciones en el mercado cambiario.

En pocas palabras, mientras el Banco de la Reserva Federal de los EEUU se concentra fundamentalmente en la fijación de la tasa de interés comprando y vendiendo títulos del Tesoro de los EEUU, los bancos centrales de los países de la OPEP no sólo fijan la tasa de interés (Venezuela es la excepción al preocuparse por el control de los agregados monetarios), sino que también intervienen directamente en los mercados cambiarios para procurar estabilizar el tipo de cambio con operaciones del lado del activo, y esterilizar/compensar los efectos que tales intervenciones tienen sobre la tasa de interés que fijan mediante la utilización de substitutos del efectivo.

CONCLUSIONES

Este trabajo se basa en el estudio de la política monetaria en 9 de las 12 economías de la OPEP durante el período 2003-2008. En lugar de estudiar fenómenos que se encuentran ampliamente discutidos en la literatura como el rentismo y la enfermedad holandesa – véase Uslar Pietri (1955), Malavé (1962), Baptista (1997, 2004), Sachs y Warner (1995), García (2002), Corden y Neary (1982) y Corden (1984), aquí se busca identificar similitudes y diferencias entre prácticas monetarias de los distintos bancos centrales de la organización y, por tanto, se propone estudiar sus estructuras de activos y pasivos.

Los resultados en el caso de todos y cada uno de los bancos centrales de la OPEP verifican los hallazgos de García, Mata y Nell (2008) para lo que ellos denominan economías receptoras de reservas (ERRs), confirmando la preponderancia, en el activo, de las reservas en moneda extranjera, y, en el pasivo, de las reservas bancarias primarias, los depósitos del gobierno, los certificados de depósitos (CDs) de la banca central y otros substitutos del efectivo. El trabajo concluye que la política monetaria de la OPEP contrasta con las prácticas de la Reserva Federal de los EEUU, cuyo balance, contrariamente, refleja el predominio del crédito en moneda local, del lado del activo, y del efectivo, del lado del pasivo.

Referencias

Baptista, Asdrúbal (1997): *Teoría económica del capitalismo rentístico*. Ediciones IESA, Caracas.

Baptista, Asdrúbal (2004): *El relevo del capitalismo rentístico: hacia un nuevo balance de poder*. Fundación Polar. Caracas.

Corden, W.M. (1984): "Boom Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation". *Oxford Economic Papers*, 36: 362.

Corden W.M., y Neary J.P. (1982): "Booming Sector and De-industrialisation in a Small Open Economy". *The Economic Journal* 92 (December): 829-831.

García, A. G., Nell, E. J., y Mata, L. (2008): "Asimetrías monetarias internacionales y Banca Central". *Revista Investigación Económica*, Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México, LXVII (265), 145-187.

García, A., L. Mata, "International Monetary Asymmetries and the Central Bank". *Journal of Post Keynesian Economics* [por publicar en español].

García L., Humberto (2002): "La paradoja cambiaria en Venezuela", *Revista Venezolana de Análisis de la Coyuntura*. Instituto de Investigaciones Económicas. FACES-UCV, Volumen VIII, N° 2, julio-diciembre.

Sachs, J. y Warner (1995): "Natural Resource Abundance and Economic Growth", National Bureau of Economic Research, Working Paper 5398.

Malavé Mata, H. (1962): *Petróleo y desarrollo económico de Venezuela*. Ediciones Pensamiento Vivo. Caracas.

Uslar Pietri, Arturo (1955): "El Petróleo en Venezuela". Discurso de Incorporación a la Academia de Ciencias Políticas y Sociales de Venezuela, en Uslar Pietri, Arturo (1966), *Petróleo de Vida o Muerte*, Editorial Arte, Caracas.

Mayobre, J. A. (1941): "La paridad del bolívar", en *Obras escogidas*, BCV, Caracas 1982.

