

Evaluación de los argumentos a favor de la Reforma de la Ley del Banco Central de Venezuela (19.07.05)

Ronald Balza Guanipa^{1 2}

El 21.06.05 la Asamblea Nacional aprobó por mayoría un proyecto de Ley de Reforma Parcial de la Ley del Banco Central de Venezuela en primera discusión, y luego sancionó otro en segunda discusión, el 19.07.05. Ambos proyectos de Ley, a pesar de algunas importantes diferencias, comparten el mismo objeto. Según se lee en Asamblea Nacional (2005), los legisladores afirman que:

“La reforma de la Ley del BCV tiene como piedra angular la implementación de un nuevo mecanismo de distribución del ingreso petrolero en divisas. En consecuencia, se propone modificar el artículo 113 de la vigente Ley del BCV para permitir que un porcentaje significativo del ingreso de Divisas Petroleras no se convierta en Reservas Internacionales y modifique la masa monetaria.”

El nuevo mecanismo requiere de la creación por parte del Ejecutivo Nacional de un Fondo para “financiamiento de proyectos de inversión en la economía real y en la educación y la salud; el mejoramiento del perfil y saldo de la deuda pública; así como, la atención de situaciones especiales y estratégicas” [Art. 113]. A dicho Fondo PDVSA debe hacer transferencias mensuales, constituidas por el remanente de divisas que la empresa no venda al BCV para “atender los gastos operativos y de funcionamiento en el país de dicha empresa; y las contribuciones fiscales a las que está obligada de conformidad con las leyes, por el monto estimado en la Ley de Presupuesto de la República” o que no mantenga como fondos de divisas destinados a “sus pagos operativos en el exterior y de inversión” [Art. 113]³. La Décima Disposición Transitoria de la nueva Ley obliga al BCV a transferir US\$ 6.000.000.000 al Ejecutivo Nacional en el Ejercicio Fiscal 2005 [], sin recibir contraprestación en bolívares.

La nueva Ley añade una obligación al BCV y, particularmente, a su Directorio: estimar el llamado Nivel Adecuado de las Reservas Internacionales de la República [Arts. 7.6 y 21.11] e informar su cuantía al Ejecutivo Nacional, que debe tenerlo en cuenta al formular el Presupuesto Nacional y firmar el Acuerdo Anual de Políticas con el Presidente

¹ Este trabajo fue publicado en la sección Críticas Bibliográficas de la revista del Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales de la Universidad Católica Andrés Bello, *Temas de Coyuntura* No. 51, correspondiente a Junio de 2005, páginas 128-147.

² Profesor-Investigador del Departamento de Economía del IIES-UCAB, Profesor de las Escuelas de Economía de la UCV y la UCAB y de la Maestría en Teoría y Política Económica de la UCV.

³ El mecanismo expuesto en la Ley parece restringir la acumulación de nuevas reservas a los residuos resultantes de las decisiones de PDVSA. A pesar de asignar al BCV la responsabilidad de calcular el nivel de reservas adecuado, como anotamos más adelante, alcanzarlo parece depender menos del BCV que de PDVSA.

del Banco Central de Venezuela [Art. 75]. La Ley requiere del BCV establecer una única metodología de estimación, “cuyos parámetros se adecuarán a las características estructurales de la economía venezolana”. En caso de no lograrse acuerdos metodológicos en el Instituto, el BCV “enviará a la Comisión Permanente de Finanzas de la Asamblea Nacional, los estudios realizados y ésta decidirá la metodología a usarse” [Art. 114].⁴

La reforma fue aprobada por mayoría parlamentaria a pesar de no contar con el Informe de Impacto Económico y Presupuestario de la Oficina de Asesoría Económica y Financiera de la Asamblea, exigido por algunos diputados. En su lugar, se presentó la *Exposición de Motivos para el arreglo jurídico en el manejo de las reservas internacionales excedentarias*, que encabeza la primera versión de la Ley⁵. Dicho texto recoge varias ideas, aun frases, expuestas el 21 de abril de 2004 por el diputado Rodrigo Cabezas, Presidente de la Comisión de Permanente de Finanzas de la Asamblea, en una Jornada de Reflexión Económica organizada por la Comisión bajo el nombre de “Reservas excedentarias: ¿Un nuevo paradigma?” y publicada en marzo de 2005 con cinco presentaciones más en un libro titulado *Reservas excedentarias en Venezuela: Una propuesta*.

En dicho libro ofrecen opiniones a favor de la existencia de reservas excedentarias, y de su transferencia para diversos usos, Rodrigo Cabezas, Tobías Nóbrega (para entonces Ministro de Finanzas), Hugo Faría y Jesús Caldera Infante. Por el contrario, Luis Rivero y Luis Mata Mollejas identifican otros problemas y rechazan la utilidad del concepto. El siguiente trabajo se dirige a examinar, principalmente, los argumentos a favor del cálculo de los supuestos excedentes sobre el nivel adecuado de reservas y de uso para cubrir gasto fiscal. Consta de cuatro secciones que abordan los antecedentes teóricos y empíricos utilizados para definir reservas excedentarias, la minimización de la importancia de discusión sobre el respaldo del bolívar, el uso del concepto de capitalismo rentístico y una última sección sobre la pertinencia lógica y la corrección metodológica de las afirmaciones comentadas.

1. Antecedentes teóricos y empíricos

Cabezas (2005:16-17) y Nóbrega (2005: 36) citan los trabajos de Heller (1966), Heller y Khan (1978), Frenkel y Jovanovic (1981) y Ben-Bassat y Gottlieb (1992a), entre

⁴ Es interesante notar que en la primera versión de la reforma el problema de la metodología única no se dejaba en manos del BCV en primer lugar, y del Poder Legislativo en segundo lugar. La primera redacción del Artículo 114 exige al BCV establecer la metodología única conjuntamente con el Ejecutivo Nacional.

⁵ También es interesante notar que las palabras “Reservas excedentarias” aparecen en la Ley únicamente en la Exposición de Motivos. Además, que el proyecto sancionado reformó otro artículo presente en las Leyes de 1992, 2001 y 2002, por lo menos, y que no tiene relación con las reservas adecuadas o con el Fondo de desarrollo. Este mecanismo, no comentado en el objeto y ausente del primer proyecto, supuso la reforma del Artículo 48.6. Con ella se extiende de 30 días, prorrogables por una vez, a dos años, prorrogables también por una vez, el plazo para cancelar créditos otorgados por el BCV con garantía de títulos de créditos relacionados con operaciones de legítimo carácter comercial y otros títulos valores. Al igual que en las Leyes anteriores, se permite al Directorio “establecer condiciones especiales para las operaciones aquí previstas, cuando se celebren con garantía de título de créditos provenientes de operaciones destinadas al financiamiento de programas agrícolas, pecuarios, forestales y pesqueros, determinados por el Ejecutivo Nacional.”

otros, para determinar “que hay suficiente evidencia mundial, tanto teórica como empírica, de la existencia de un Nivel Óptimo de Reservas internacionales para cada país. Esta conceptualización sirve de base para postular el concepto de ‘Reservas Excedentarias’, y la posibilidad de ser utilizadas para el desafío de crecimiento económico social de la República” [Cabezas (2005):20-21]⁶.

Los autores más citados por ambos son Ben-Bassat y Gottlieb (1992a), directamente y a través del uso que hacen de su trabajo los economistas del Banco de la República de Colombia (2003) en un Informe escrito a solicitud Ejecutivo colombiano. Cabezas (2005:129-20) incluso reproduce los resultados obtenidos por Blanco y Córdoba (1996) en una temprana aplicación del modelo al caso venezolano. Sin embargo, la lectura del artículo no apoya la idea de las reservas excedentarias. Por el contrario, la rechaza.

Desde el principio de su artículo Ben-Bassat y Gottlieb (1992a:346-347) anuncian que, “de acuerdo con el procedimiento estándar, suponemos que el banco central minimiza los costos esperados de mantener reservas con respecto a las reservas”. El modelo teórico que desarrollan define una función de demanda de reservas como la condición de primer orden de un problema de optimización restringida, y es en ese sentido que la función de demanda conduce a “reservas óptimas”. Teniendo en cuenta que la relación entre el nivel óptimo de reservas y la probabilidad de agotamiento de las reservas es bidireccional⁷, y que un banco central optimizador debe tener esto en cuenta, proponen resolver simultáneamente ecuaciones para ambas variables en su trabajo empírico. Al simular la función de demanda para Israel, los autores se proponen contrastar una hipótesis muy clara: si logran un ajuste significativo entre las reservas óptimas calculadas y las observadas el banco central de Israel se habría comportado óptimamente durante el lapso examinado.

Es necesario enfatizar que Ben-Bassat y Gottlieb (1992a:356) no logran aceptar su hipótesis en su primer intento, puesto que aunque “las dos series están altamente correlacionadas las reservas óptimas quedan por debajo de las observadas durante la mayor parte del período (por un promedio de 6% durante el período completo)”. No por ello acusan al banco central de errar sistemáticamente el comportamiento optimizador, proponiendo el concepto de reservas excedentarias para corregir el desperdicio de recursos. Por el contrario, desconfían de la especificación de su modelo. Primero sugieren que el aparente sesgo puede interpretarse como “un colchón contra riesgo político, tal como una guerra, que no se cuenta entre los argumentos económicos de la optimización”. También suponen que los cambios en regímenes cambiarios durante el período, cambios en la medición adecuada del costo de oportunidad relevante en cada período y procesos de ajuste parcial del banco a los niveles óptimos de reserva pueden explicar la divergencia. Introduciendo cambios en las ecuaciones estimadas logran resultados “satisfactorios” que permiten explicar “mejor la demanda de reservas que los modelos convencionales”⁸.

⁶ Este extenso párrafo también se encuentra en la Exposición de Motivos, excepto por la frase final: “el desafío del crecimiento en la igualdad, con equilibrios económicos- sociales como sustento.”

⁷ Este punto sólo fue mencionado por Rivero (2005:58-59) durante la Jornada sobre reservas excedentarias.

⁸ Blanco y Córdoba (1996:35) tampoco definen reservas excedentarias al encontrar diferencias entre reservas óptimas y observadas. Explican el aparente exceso de 1986 por una situación coyuntural: “la existencia de un alto costo de oportunidad, como consecuencia entre otras, del atraso en el servicio de la deuda en que ocurrió el país a principios de año”. Al referirse a las diferencias entre ambos niveles durante los últimos

Tan importante es para Ben-Bassat y Gottlieb (1992b:329) aceptar la hipótesis del comportamiento optimizador de los bancos centrales que afirman que “la mayoría de los estudios empíricos han fallado en encontrar efectos significativos de costo de oportunidad porque ninguno de ellos lo mide de acuerdo con su definición teórica.” No encontrar efectos significativos no les indica que el banco central no tiene en cuenta el costo de oportunidad de mantener reservas, sino que el investigador utiliza una serie inapropiada en su regresión.

Algo similar ocurre con Heller y Khan (1978). Observan con sorpresa que, luego del abandono generalizado del régimen de cambio fijo en 1973, los países industrializados tardan en reducir su demanda de reservas y los países en desarrollo no petroleros no la reducen en absoluto, llegando a incrementarse en algunos casos entre 1973 y 1976. En lugar de criticar el comportamiento de los países por no comportarse como la “teoría sugeriría”, y proponer de inmediato el concepto de reservas excedentarias, Heller y Khan (1978:644-645) explican sus observaciones criticando sus métodos de estimación e incorporando nuevas variables: “El mayor grado de incertidumbre y variabilidad en sus balanzas de pagos resultantes de mantenerse pegados a una moneda flotante bien puede ser la explicación de esto”.

También Aizenman y Marion (2003) buscan razones para comprender que sus modelos subestimen el nivel de reservas mantenido por los países en desarrollo luego de la crisis asiática. En lugar de hacer causa común con los críticos que “notan que el producto de las reservas es mucho menor que el retorno potencial que podrían ganar usando las reservas para hacer inversiones reales en la economía, tales como la construcción de caminos, puentes y escuelas”, Aizenman y Marion (2003:1) examinan distintas razones para que las autoridades monetarias de economías emergentes deseen aumentar su acumulación de reservas: mayor tamaño de sus transacciones financieras internacionales, mayor volatilidad de los ingresos y pagos internacionales, mayor vulnerabilidad a los choques externos y menor tolerancia a la flexibilidad del régimen cambiario. Luego de una crisis como la asiática, ambos autores añaden dos motivos para justificar el incremento no predicho en las reservas mantenidas por motivos precautivos en varias economías emergentes. Primero, el deseo de sus gobiernos de “suavizar el consumo” cuando, debido a una crisis, es difícil acceder a los mercados internacionales de crédito, es muy costoso aumentar los impuestos o reducir los gastos. Segundo, el deseo de sus gobiernos de representar a agentes aversos a la pérdida, es decir, más sensibles a reducciones en el consumo que a aumentos de la misma magnitud. Aizenman y Marion (2003:2), por el contrario, suponen que los países que luego de una crisis mantienen modestos niveles de

años de su investigación no suponen que las autoridades no optimizan. Según sus cálculos, “las autoridades realizan el ajuste en el período ‘t’ en un 82% del nivel óptimo, y saldan el 18% restante en el transcurso de los próximos tres períodos”. Vale mencionar que un intento reciente de actualizar el trabajo presentó “limitaciones tanto en la identificación de variables como en el proceso de reestimación de la principal relación econométrica utilizada”, al punto de no publicarse los resultados [BCV (2004:17)]. Un problema similar encontró el Banco de la República de Colombia (2003): “Al tratar de actualizar el modelo [realizado en 1994] con la información más reciente, los coeficientes de la función de probabilidad de crisis externa pierden significación estadística”, por lo que fue precisa una nueva especificación de la función.

reservas incluyen aquellos países cuyos gobernantes “se preocupan menos por el futuro, países que son políticamente inestables, y países que sufren de corrupción política”.

Frenkel y Jovanovic (1981) ofrecen un ejemplo diferente de por qué no pueden definirse reservas excedentarias a partir del concepto de reservas óptimas. Luego de desarrollar un complejo modelo estocástico, en el cual suponen que las autoridades monetarias siempre eligen de modo óptimo un nivel de reservas luego de cada crisis que las agota totalmente, obtienen una función con una especificación lo suficientemente sencilla para ser estimada utilizando mínimos cuadrados ordinarios. Puesto que sus resultados son “razonablemente cercanos a las predicciones del modelo”, Frenkel y Jovanovic (1981:513) concluyen que “en general, los resultados empíricos son consistentes con las predicciones del modelo”. Toda diferencia entre los valores estimados (óptimos) y los esperados no puede interpretarse como un error sistemático que requiera de la definición y aprovechamiento de las reservas excedentes. Como cualquier libro básico de econometría apunta en sus primeras páginas, las diferencias entre estimación y observación en una ecuación satisfactoriamente estimada son errores aleatorios, su valor esperado debe ser nulo, su varianza constante y sus correlaciones nulas, no debiendo poder detectarse comportamientos sistemáticos entre ellos que oculten información relevante.⁹

Los autores referidos hasta aquí pertenecen a la aproximación optimizadora al problema del nivel adecuado de reservas, también llamada enfoque costo-beneficio. Vale decir que no ofrecen reglas de conducta a los bancos centrales, porque suponen que los bancos las conocen y las siguen y sus trabajos sólo pretenden probar esta afirmación. Por lo tanto, estos artículos no sustentan la idea de reservas excedentarias disponibles para el gasto público. Sin embargo, el trabajo pionero de Heller (1966), citado, criticado y modificado por los autores señalados por Cabezas (2005) sí parece sugerir una regla a las autoridades monetarias. Heller (1966:301) anuncia que “para determinar un nivel óptimo de reservas internacionales, que las autoridades monetarias puedan querer mantener por motivos precautivos, necesitamos investigar tres parámetros cruciales: (1) el costo de ajuste a un desbalance externo; (2) el costo de mantener reservas internacionales líquidas; y (3) la probabilidad de necesitar en el futuro reservas por una magnitud dada”. Para calcular niveles estáticos de reservas óptimas, Heller (1966:304-305) obtiene “los desbalances anuales promedio experimentados durante el pasado” corregidos por tendencia, define la propensión a importar como el cociente de importaciones a PIB o importaciones a ingreso nacional “hasta el último año disponible” y hace el “supuesto heroico de un costo general de oportunidad ... de 5%”, “mientras no hayan estimaciones empíricas de la tasa de retorno social del capital”. Considerando necesario disponer de “un conjunto de datos lo suficientemente largo o completo”, calcula reservas óptimas para 60 países con datos de 1949 a 1963 y sus correspondientes índices de adecuación de reservas, definidos como el cociente de reservas observadas a reservas óptimas.

⁹ Al ajustar una recta a una nube de puntos en un plano se observa que necesariamente unos puntos se encuentran sobre la recta y otros bajo la recta. Aunque no tenga sentido definir reservas excedentarias en este contexto, no deja de sorprender que la misma interpretación errónea no conduzca a Cabeza (2005) y Nóbrega (2005) a definir también vez reservas deficitarias. Sobre cuando, según palabras de Nóbrega (2005:28), la “trilogía básica en la ciencia económica que aprende uno desde muy joven ... es la trilogía entre óptimo, excedente y déficit”.

El índice de adecuación obtenido para Venezuela fue de 0,64. Si los parámetros utilizados no cambiaran de valor en los años posteriores, y Heller (1966:303) hubiese observado una tendencia creciente en la acumulación de reservas de Venezuela podría haberlo “interpretado como un esfuerzo consciente ... para acercarse al nivel óptimo de reservas. Una vez que alcance el nivel óptimo debería hacer ajustes necesarios para evitar acumulación adicional de reservas, que representaría una asignación ineficiente de recursos entre usos alternativos”. Heller (1966:304) también advierte en contra de la acumulación excesiva de reservas cuando supone cambios en los parámetros. Por ejemplo, “un incremento en la tasa social de retorno sobre el capital hace las alternativas a mantener reservas más rentables, y los recursos deberían desplazarse de las reservas a la inversión de capital”.

La evolución de la literatura dentro de la tradición optimizadora a partir de Heller (1966) muestra un giro interesante. En lugar de sugerir una regla de conducta optimizadora, los autores posteriores [incluido Heller y Khan (1978)] asumen que los bancos se comportan de acuerdo a una regla optimizadora y se esfuerzan en verificarlo con modelos econométricos cada vez más sofisticados y con elección más cuidadosa de las variables a utilizar y los períodos de tiempo a considerar.

La visión optimizadora, sin embargo, no ha sido aceptada por todos. Un caso extremo, según citan Bird y Rajan (2003:877), es representado por la llamada “teoría del guardarropa de la Sra. Machlup”, defendida en 1966 por F. Machlup: “las características adquisitivas de las autoridades monetarias en términos de incrementar sus reservas se parece a la de su esposa en términos de ropa ... [:] año tras año ... desean ... ver sus reservas crecer”. Otros autores, teniendo en cuenta que principal problema de la aproximación optimizadora pasó a ser “hallar las *proxies* convenientes para los determinantes teóricos de las reservas óptimas”, prefirieron reglas operativas como la razón reservas a importaciones a pesar de sus limitaciones conocidas¹⁰.

En Venezuela, los trabajos Blanco y Córdoba (1996), BCV (2004) y Vera y Zambrano (2005) se encuentran entre los desarrollados desde la perspectiva optimizadora. Otros no adoptan dicho enfoque. Rivero (2005:61), por ejemplo, sostiene “que técnica o académicamente no existe un concepto de límite que se pueda aplicar a todos los países”, entre otras razones debido a la selección del régimen cambiario en atención al comercio internacional, la volatilidad de las exportaciones y los flujos financieros, las dificultades de acceso al crédito internacional, los cambios en el ambiente internacional y en variables políticas y sociales de difícil medición, y, en el caso de Venezuela, el control de cambios. Rivero (2005:62-63), en lugar de apoyarse en la econometría, afirma que la prudencia y la experiencia sugieren que “el funcionamiento normal de la economía venezolana requiere altos niveles de reservas internacionales [porque] es una economía pequeña, muy abierta, poco diversificada y dependiente del más volátil de los ‘commodities’, [con] cuentas de capital y financiera ... muy inestables y ... una dicotomía evidente entre la cuenta corriente del sector público que es superavitaria y la del sector privado que es deficitaria”. Mata (2005:95), por otra parte, evalúa la disponibilidad de reservas óptimas desde otra

¹⁰ El origen y las críticas al uso de la razón reservas a importaciones en el contexto de los primeros años de investigación en el tema de reservas óptimas es reseñada por Williamson (1973).

perspectiva: “en libre cambio ... los montos que se han logrado acumular están por debajo de los deseables para prevenir la fuga de capitales dada la conducta estimuladora del ente fiscal con el endeudamiento improductivo y [el financiamiento de su déficit] con recursos del BCV vía contratos de recompra de títulos de deuda pública nacional”.

Dos cálculos de reservas óptimas nos resta por mencionar. Nóbrega (2005:38) afirma que el 15% del PIB en dólares, porcentaje correspondiente a la crisis bancaria de 1994, equivale en orden de magnitud al monto de reservas óptimas¹¹. Faría (2005:72-73) lo calcula convirtiendo a dólares el total de base monetaria más bolívares en la mesa de dinero, al tipo de cambio de 2.000 Bs./US\$, y sumándole el monto de dólares que Cadivi no había entregado a los importadores para la fecha. Ambos autores obtienen el monto de reservas excedentarias restando las calculadas de las observadas. Sin comentar las deficiencias de ambos modos de cálculo de las reservas óptimas, se debe notar que cálculos de este tipo deben ofrecer distintos resultados año a año, o trimestre a trimestre, según la periodicidad elegida. Retirar el supuesto monto de reservas excedentarias un año antes de crecer el producto, ocurrir una expansión monetaria (provocada o no por el BCV) o aumentar las importaciones autorizadas dejaría la posición del banco por debajo del nivel de reservas óptimas al pasar el año. Ni Nóbrega (2005) ni Faría (2005) refieren un modo de restituir al BCV a una posición óptima.

2. El respaldo del bolívar

Según Nóbrega (2005:31) “se ha esgrimido ... que no se puede hablar de excedente de reservas, porque las reservas son el respaldo de la cantidad de dinero que está en circulación, lo cual es una verdad parcial”. Para exponer su punto presenta un balance simplificado del BCV.

Activo	Pasivo
1. Activos en divisas	3. Pasivos en divisas
1.1. Activos de reservas	3.1. Pasivos de reservas
1.2. Otros	3.2. Otros
2. Activos en moneda nacional	4. Pasivos en moneda nacional
2.1. Asistencia crediticia	4.1. Base
2.2. Otros	4.2. Otros
	Patrimonio

Quizás por el desorden de su presentación, el punto de Nóbrega (2005:32) no queda claro: “es una verdad muy parcial ... que las reservas son exclusivamente el respaldo ... [del] dinero de alto poder .” Las reservas, reconoce, son el “mayor” activo del BCV, “pero la contrapartida _además de los pasivos de emisión, que no son solamente la base monetaria_ son también las emisiones monetarias del Banco Central a través de, por

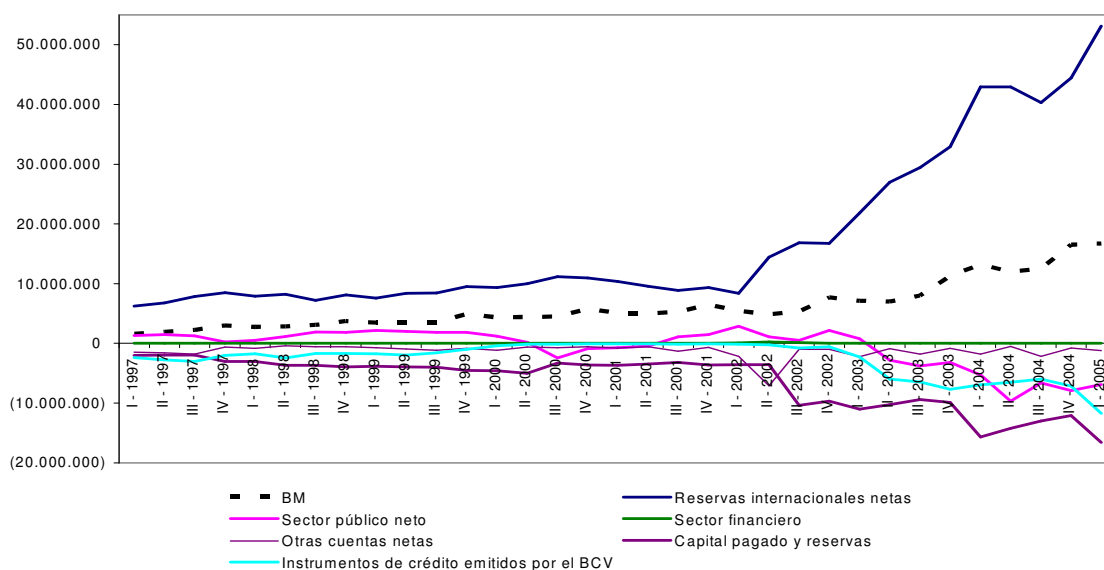
¹¹ Antes de presentar sus cálculos, Nóbrega (2005) compara distintos coeficientes utilizados como índices para verificar la adecuación de las reservas internacionales de Venezuela con los de otros países. La selección de los países y de los períodos de comparación es sorprendentemente arbitraria. Compárese con la realizada por Vera y Zambrano (2005).

ejemplo, su mesa de dinero, o mediante operaciones de esterilización cuando emite pasivos propios y patrimonio [?]”. Esta afirmación parece negar validez a la posición que posteriormente defendió Rivero (2005:57-58): “si se le sustrajeran reservas internacionales al Banco Central mediante un acto administrativo, se rompería ese balance entre retirar reservas ... y retirar al mismo tiempo pasivos monetarios del Banco Central, es decir, bolívares. En tal caso, el bolívar perdería valor, lo que es equivalente a una devaluación, a monetizar varias veces el mismo bolívar o a emitir más bolívares por el mismo dólar”.

No quedan claras ni la relevancia ni la pertinencia del punto de Nóbrega (2005:32). Necesariamente las reservas respaldan “un monto superior a la emisión de pasivos en moneda local” [Nóbrega (2005:34)], puesto que el banco tiene otros pasivos y patrimonio. Entre los pasivos se encuentran los depósitos del sector público neto en el BCV, que suelen denominarse pasivos no monetarios. Al hacer uso de ellos el gobierno central y PDVSA tienen incidencia sobre la base monetaria independientemente de los objetivos del BCV, por lo que el Instituto tendría que incrementar su emisión de títulos para esterilizar el incremento de la base monetaria, dado el monto de las reservas internacionales. Si no lo hiciera, el mismo monto de reservas respaldaría una cantidad mayor de bolívares. El siguiente gráfico permite observar que las demás partidas del balance del BCV han contribuido a reducir el notable impacto del incremento de las reservas internacionales como fuente de base monetaria desde 2002. El efecto compensador es resultado de decisiones de política de los titulares de las cuentas bajo custodia del BCV, de la política monetaria del banco y de la evolución de su patrimonio.

Gráfico 1

Fuentes de la Base Monetaria: Venezuela, I Trim 1997-I Trim 2005
(Millones de Bs.)



Fuente: BCV

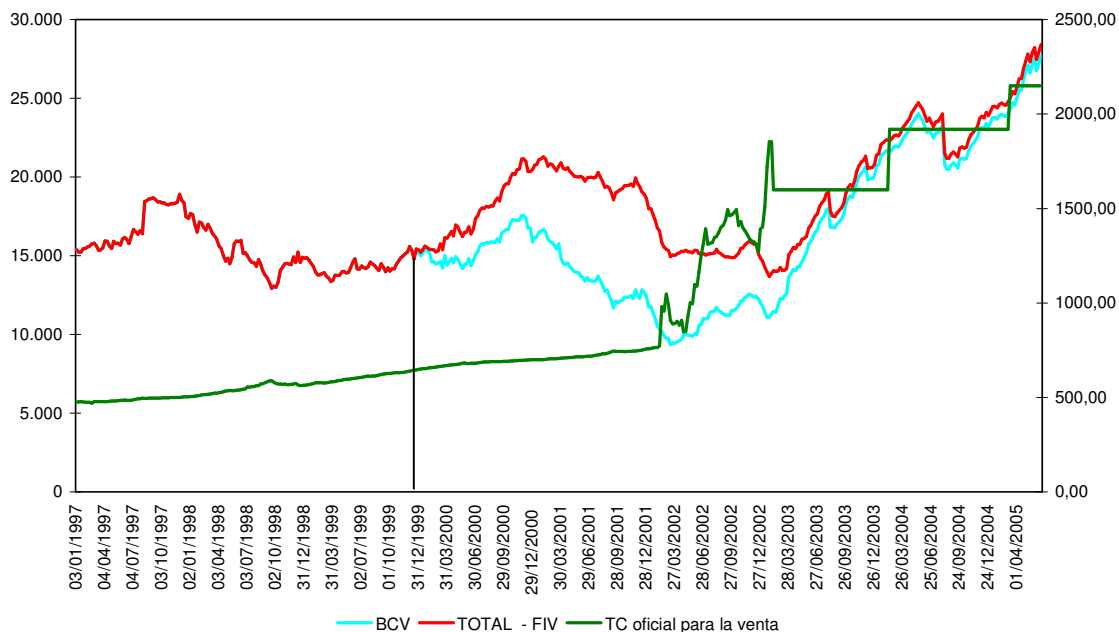
Para mantener el equilibrio contable, una reducción de activos debe implicar reducción de pasivos. O de patrimonio, y la posición del Ministro parece restar importancia a cualquier reducción que no sea de base monetaria. Con respecto al patrimonio del BCV, que se incrementó en los últimos trimestres, los comentarios del Ministro tampoco son claros. Nóbrega (2005:32) apunta que el patrimonio del BCV depende de poco frecuentes aportes del Estado, y de los beneficios y utilidades del Instituto “tanto de las efectivamente recaudadas como de aquellas que son producto de revalorización contable”. Sobre este punto ofrece un argumento sorprendente. La revalorización nominal de las cuentas del balance del BCV luego de una devaluación del bolívar, según Nóbrega (2005:44-45), implica incrementos nominales y *reales* en el patrimonio del BCV. Eliminando de su balance simplificado todo pasivo que no sea base monetaria y comparando el valor en dólares de todas las partidas antes y después de una devaluación, necesariamente verifica que el valor en dólares de los activos en bolívares y de la base monetaria se reduce. Gracias a la existencia de reservas internacionales, la reducción del valor en dólares de los activos es menor que la reducción del valor de los pasivos, por lo que el valor en dólares del patrimonio se incrementa.

Este “ejercicio”, que aparentemente se dirige a justificar la entrega de utilidades cambiarias del BCV al Ejecutivo, no hace ninguna mención del problema de las reservas excedentarias y luce fuera de lugar. Sin embargo, presentado el ejercicio es forzoso hacer cuatro observaciones. Primero, la devaluación reduce los activos del BCV en términos reales aunque incremente el patrimonio en términos reales, y la entrega de parte del patrimonio en forma de utilidades cambiarias debe reducir aun más los activos del BCV si no se tocan sus pasivos. Si se mantienen los activos y se incrementan los pasivos es posible esperar incremento en el nivel de precios. Segundo, la devaluación reduce el valor en dólares de la base monetaria, que constituye parte de la riqueza del sector privado. La capitalización del BCV no sólo coincide con la inestabilidad cambiaria sino con el empobrecimiento de la población, pero el Ministro parece enfatizar únicamente sobre la potencial fuente de financiamiento público a través de utilidades cambiarias. Vale notar que su exposición revela nuevos incentivos para recurrir a la devaluación con propósitos fiscales mientras el monto de reservas sea lo suficientemente alto. Tercero, una devaluación inevitable (bajo tipo de cambio fijo) debida a un déficit fiscal persistente puede posponerse más tiempo mientras mayor sea el nivel de reservas del banco central [Krugman (1979)]. En este caso, la reducción en el monto de las reservas internacionales bajo un régimen de cambio fijo, de bandas o *crawling peg* podría acelerar la devaluación, provocar devaluaciones sucesivas o la adopción de un régimen de cambio flexible. Es posible apreciar este efecto durante los años 2001 y 2002 en el gráfico 2.¹²

¹² La serie denominada Total-FIV en el gráfico 2 es el monto de las reservas del BCV, que son fuente de base monetaria, más el monto de recursos ahorrados en el Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica, que no tienen impacto monetario.

Gráfico 2

**Reservas Internacionales Brutas y Tipo de Cambio Oficial:
Venezuela, 03.01.97 - 17.06.05**
(Millones de US\$ y Bs por US\$)



Fuente: BCV

A medida que el monto de reservas se reduce en relación con el de activos en bolívares también se reduce el incremento real del patrimonio. El incremento se hace mayor si las devaluaciones coinciden con aumentos en el nivel de reservas, como ocurrió de 2003 a 2005. Nuevamente vale notar que esta situación genera incentivos para mantener un régimen de cambio dual. Por último, y con respecto al tema de las reservas excedentarias, una reducción en el monto de las reservas internacionales debida a una transferencia del BCV al Ejecutivo debe reducir los activos del banco. Si el BCV debe abrir una nueva cuenta a nombre del Ejecutivo, aumentarían sus pasivos no monetarios e inmediatamente se reduciría su patrimonio. Sobre este punto, relevante a los fines del tema que debía tratar el Ministro, no hizo ningún comentario.

3. Capitalismo rentístico

Cerca del final de su presentación, Cabezas (2005:21) citó parte de la definición de capitalismo rentístico de Asdrúbal Baptista (incluida en este trabajo unos párrafos más abajo). En sus últimas páginas abundan las referencias a las categorías desarrolladas por Baptista (1997), también presentes en la Exposición de Motivos de la nueva Ley. Sin embargo, el uso hecho de ellas no sólo no coincide con las ideas originales del autor: en importantes ocasiones las contradice.

Cabezas (2005:22) cita a Baptista (1997) antes de plantear la siguiente cuestión: “Nos preguntamos si [la existencia de una importante renta internacional] no pone en

cuestión la obligante correspondencia de estos ingresos en moneda extranjera con la masa monetaria denominada en bolívares: ... ¿Cuántos dólares petroleros son anualmente ese ingreso no producido por la economía nacional pero captados y distribuidos por el Estado?”

La pregunta parece, sin embargo, fuera de lugar. Con respecto a los asuntos monetarios, Baptista (1997:60) se interesa únicamente en otro problema: “los incrementos en la cantidad de dinero cumplen la delicada misión de facilitar la materialización del aumento de los precios, cuyas causas... han de localizarse en las condiciones bajo las cuales la producción ocurre. Es decir, el aumento del dinero es condición necesaria para los incrementos de precios, mas no su causa”.

Cabezas (2005:22) parece abandonar su pregunta en el párrafo siguiente, al escribir:

“Si la renta pertenece al Estado es, por tanto, un ingreso público: su distribución, preferentemente, depende de la voluntad política del Estado para transferirlo al sector privado nacional. Así ha sido siempre. En consecuencia, no se entiende la alharaca montada tras el anuncio del presidente Hugo Chávez al proponer usar las que considera reservas excedentarias en el desarrollo económico social”.

Aunque Baptista (1997) reconoce el poder históricamente manifiesto de la “voluntad política del Estado” para decidir cómo distribuir la renta que capta del resto del mundo, no justifica cualquier decisión que tome ni le garantiza los resultados que se proponga. La referencia de Cabezas no hace justicia al autor:

la “... distribución interna [de la renta], si es que llegare a ocurrir, tomará lugar según unas reglas históricas que han de precisarse en cada ocurrencia histórica. En el marco de cosas que sirve de referencia para esta investigación, la renta pertenece originariamente al Estado-propietario. ... por la voluntad política del Estado se traspasan los recursos rentísticos desde el ámbito público a la economía privada... Pero ha de entenderse bien que al escribir así no se persigue reducir la materia de la distribución rentística al contenido ‘libre’ de dicha voluntad. Aun pareciendo de este modo, lo cierto es que el conocimiento económico cree poder discernir mecanismos objetivos, esto es, no arbitrarios, tras la repartición del ingreso en cuestión” [Baptista (1997:40-41)].

Baptista (1997) plantea otros importantes problemas que Cabezas no menciona, y que pueden considerarse objeciones claves a la propuesta del diputado. Para considerarlas comencemos por la definición de capitalismo rentístico ofrecida por su autor y citada parcialmente por Cabezas (2005:21):

“... una sociedad capitalista y rentística es aquella experiencia histórica de un espacio nacional cuyos pobladores, que en general son comerciantes, viven en su gran mayoría de vender su esfuerzo laboral a cambio de un salario. Pero, además, junto al agregado de cosas que se producen y distribuyen por el concurso del esfuerzo productivo nacional, la sociedad dispone de manera continua de un ingreso de origen internacional que es significativo respecto de la magnitud del ingreso creado internamente. Este último ingreso, que no tiene como contrapartida ni el trabajo ni el capital domésticos, sino sólo la propiedad sobre un medio de producción no producido, es también objeto de distribución entre los diferentes ingresos particulares percibidos de manera normal en la sociedad capitalista” [Baptista (1997: 13)].

Para tal sociedad, la renta del petróleo es un excedente:

“por lo demás, téngase muy presente que la renta internacional es *de suyo* un excedente, asimilándose, en consecuencia, al ahorro nacional en lo referido al carácter excedentario que tipifica este último” [Baptista (1997:119)].

El autor citado considera diversas opciones para el uso del excedente. El Estado podría destinarlo a la importación de bienes de consumo. Con ello podría abaratar internamente el precio de los bienes de consumo, provocando una sobrevaluación de la moneda. También podría utilizar los bienes de consumo importados para remunerar trabajadores contratados (directa o indirectamente) a su servicio. Por otra parte, podría dedicar el excedente por entero a la inversión, con la intención de incrementar la capacidad productiva de la economía. O podría elegir una combinación de consumo e inversión.

Baptista (1997) asigna gran importancia a las condiciones históricas para explicar las elecciones que se hacen en una sociedad capitalista y rentística. En estas sociedades, por ejemplo, el empleo público no se genera para servir al sector privado. Surge exógenamente, a partir del excedente petrolero, y afecta el empleo en el sector privado y su composición en los sectores de consumo e inversión. Ocurre algo similar con el sector servicios, que crece proporcionalmente más que en economías no rentísticas, en relación con el crecido monto de importaciones compradas con la renta. Por otro lado, la sobrevaluación de la moneda cierra el mercado externo a las economías rentísticas, que por razones de precios no pueden vender sus productos. Por último, la economía rentística puede no ser productiva. No sólo porque la renta por definición *se capta y no se produce*, sino porque el excedente permite romper con importaciones una regla básica de la economía capitalista: para producir bienes de capital la productividad del trabajo debe superar el salario real.

El examen de la economía rentística convence a Baptista de la inevitabilidad de su colapso, *precisamente por el carácter excedentario de la renta internacional*. Según Baptista (1997:121), la renta “afecta a la estructura doméstica, pero, a su vez, *no es afectada por ella*.” Es exógena, pero afecta la acumulación y al crecimiento, por lo que

“puede sostenerse que a la práctica capitalista rentística, y por razón de esta *asimetría*, no le pertenece como elemento naturalmente suyo la posibilidad de trayectorias de expansión de equilibrio, y si fuera el caso de que ellas se den, podría entonces bien argumentarse que son meros accidentes” [Baptista (1997:121)].

Según el autor, una economía rentística que pretenda dedicar la totalidad de su renta a importar bienes de inversión para incrementar su producción actual y futura es inviable porque

“al ser dichas importaciones de bienes de inversión una simple transferencia unilateral de recursos, no hay ingresos internos que sirvan para compensar, en el circuito económico, el resultante incremento de la capacidad productiva [:] no hay una condición predecible de equilibrio para este aumento de la oferta. Es así como el capitalismo rentístico ... no es viable en el largo plazo, entendiéndose, por supuesto, que la economía bajo consideración aspira tener una base productiva propia con fundamento en el uso de la renta percibida” [Baptista (1997:137)].

Puesto que la sobrevaluación impide vender la producción en el mercado externo, la única

“salida _al menos en el corto plazo y bajo ciertas condiciones históricas_ ... la da la asignación dual de recursos rentísticos tanto para el consumo como para la inversión... El equilibrio rentístico, en cuanto es posible, lo crea así la misma renta, estimulando al par la oferta y la demanda domésticas” [Baptista (1997:138)].

Al considerar la experiencia histórica venezolana, Baptista (1997: 53-154) no duda en fijar en 1976 la fecha del colapso de la economía rentista, entendido como “una ruptura de la constitución básica del sistema, y, por consiguiente, del cese de una forma histórica de hacerse las cosas económicas”. De 1925 a 1976 el autor anota favorablemente el incremento del mercado interno, la mayor productividad del trabajo y la importante acumulación de capital financiada con la renta petrolera durante el período. Anota negativamente la reducción del mercado externo debida a la sobrevaluación del bolívar. Para Baptista (1997:152), el año 1976 es paradójico, porque luego de la nacionalización “los ingresos excedentarios disponibles alcanzan ... valores sin precedentes, con lo cual se exagera aún más la vocación ‘inversionista’ de la renta...” Para entonces,

“el mercado externo representaba apenas una fracción de la producción doméstica. ... por otro el lado, el crecimiento del mercado interno apoyado en la renta tampoco tenía mayor vitalidad [debido al fin de la urbanización y del crecimiento del empleo público que no redujera el privado, caída del salario real y mayor inmigración]. De manera que a la postre van a conjugarse, como signo inequívoco de la acumulación rentística, la expansión de las fuerzas productivas, el cierre del mercado externo y el derrumbe de la demanda doméstica” [Baptista (1997:153)].

Uno de los argumentos más importantes de Baptista (1997) contradice claramente el diagnóstico de Cabezas (2005) y su propuesta. Según Cabezas (2005:23):

“Si en algo ha habido consenso en la ciencia económica venezolana en los últimos 25 años, es en la verificación del desplome de la inversión pública y privada a nivel nacional y de sus consecuencias negativas en la pérdida del crecimiento y la calidad de vida de nuestros compatriotas”.

Baptista es uno de los economistas venezolanos que no se suma al consenso. Para él el problema no ha sido la caída de la inversión de los últimos 25 años, sino el exceso de inversión de los decenios anteriores. Según su análisis, la economía venezolana contaba con un acervo de capital sobredimensionado, teniendo en cuenta su pequeño mercado interno y su acceso restringido al mercado externo. El comportamiento de la inversión privada sería expresión del colapso, pero no por su caída sino por todo lo contrario: por el exceso en la relación capital producto que se hizo evidente en 1976. Luego de dos décadas,

“da fiel testimonio del singular carácter de la interrupción de su proceso acumulativo. No se trata ... de una mera suspensión temporal de la decisión de invertir, que siempre podría prolongarse por unos años. Aquí hay algo más de fondo, asociado con una ruptura irreparable de la condición rentística normal, y por la cual se pone de manifiesto la inviabilidad de una estructura económica históricamente localizada, valga decir, su capacidad para seguir funcionando según sus propios y establecidos patrones.” [Baptista (1997:154-155)].

Una última inconsistencia en las referencias de Cabezas (2005:23) se reserva para el final de su exposición: “el desafío venezolano, en la mengua del capitalismo rentístico, es que no equivoquemos el como se distribuirá[n] ... los excedentes rentísticos”. Cabezas pasa por alto que según Baptista (1997:157) no nos encontramos en la “mengua” del capitalismo rentístico, sino casi treinta años después de su colapso, ocurrido en 1976, “... no cuando la renta merma y desaparece, sino justamente en el caso contrario”, y precisamente por la

acumulación excesiva de capital que permitió la abundancia de recursos excedentarios. Y, tal como apunta Bernard Mommer, no fue solamente un colapso. Fue una catástrofe, con razones adicionales a las expuestas por Baptista:

“Empero, el capitalismo rentístico no tenía que terminar, porque sí, de la forma como terminó en Venezuela, en una verdadera catástrofe. Vista la renta tanto desde su origen como de su destino, los mecanismos de mercado y los canales políticos de comunicación estaban seriamente obstruidos. Por ello, los mecanismos de regulación que de modo normal advierten una situación de crisis y, por tanto, provocan los cambios necesarios, no estaban funcionando. Es por esta razón que el colapso de la economía rentística adquirió las dimensiones de una catástrofe”. Mommer (1997:XXX)

Las ideas de Baptista y la propuesta de Cabezas son absolutamente opuestas. No es la primera vez que algo así ocurre, según el mismo autor lo hizo notar hace más de una década:

“Porque es inevitable cierta trivialización de los grandes temas socio-económicos una vez que se ha comprendido su importancia, la noción del rentismo sirve actualmente a muchos para componer sus discursos políticos” [Baptista y Mommer (1992:X)].

4. “Un debate respetuoso”: Nota final

El objetivo manifiesto de la Comisión de Finanzas al invitar a la Jornada que comentamos era lograr “un debate respetuoso, sustentado en el valor democrático de la tolerancia y el pluralismo, académico y científico, avalado por la calidad y objetividad profesional de nuestros recursos humanos” [Cabezas (2005:15)]. El resultado, a pesar de las exposiciones ordenadas y consistentes de Rivero (2005) y Mata (2005), fue extraordinariamente pobre. El contenido y la presentación del texto contrasta muy desfavorablemente con los correspondientes de *Fondos de Estabilización Macroeconómica*, texto editado por Rivero (2001) que recogió las ponencias presentadas bajo el auspicio del BCV, el Ministerio de Hacienda y el Banco Mundial con motivo de la revisión de la Ley del FIEM. El texto que revisamos carece de adecuadas referencias bibliográfica y ofrece cuadros con informaciones incompletas. Sin embargo, algunos de los autores incurren en deslices injustificables.

En este trabajo se ha dedicado espacio a contrastar la opinión de autores citados y el uso que se hizo de ellas, anotando importantes inconsistencias. Debe añadirse a esto la referencia incompleta a diversas fuentes, que pueden sugerir engañosamente apoyo a la posición de los ponentes. Nóbrega (2005:30), por ejemplo, hizo una “breve referencia” a un borrador de las *Directrices para la gestión de las reservas en moneda extranjera*, preparado por el IMF, enfatizando en el logro de rendimientos aceptables a mediano y largo plazo sobre las reservas internacionales, algo que luego le sirve para encontrar debilidades en el manejo del BCV de las reservas a su cargo. Sin embargo, Nóbrega (2005) pasa por alto la inclinación del IMF (2004:7-8) a favorecer la prudencia sobre la especulación: “los portafolios de activos para reservas internacionales tienden a ser altamente aversos al riesgo, con la consecuente prioridad por liquidez y seguridad sobre beneficio o consideraciones de costos”, o a sugerir “ponderar los costos de mantener reservas adicionales contra los beneficios esperados de flujos de capital menos volátiles, mayor confianza de los inversionistas extranjeros y menor riesgo de contagio”. También pasa por

alto la importancia de la transparencia y la asignación de responsabilidades sobre los administradores de las reservas, la claridad de objetivos, la eficiencia y fortaleza de las instituciones y los potenciales manejos adversos de las reservas por subestimación de riesgos. Y no menciona “la potencial relevancia [de los *Lineamientos*] para el manejo” de activos colocados en ‘fondos de estabilización o ahorro vinculados con recursos no renovables’ IMF (2004:1).

Algo similar ocurre con el Informe presentado por el Banco de la República de Colombia (2003) al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, citado por Cabezas (2005:18-19) y Nóbrega (2005:34). Además de calcular un monto de reservas, el Banco simuló la trayectoria futura de rentas a partir del uso del excedente en la reducción de la deuda externa colombiana. Teniendo en cuenta “la posible reversión en el corto plazo de la entrada de capitales especulativos en los últimos meses”... “el Presidente colombiano anunció, el 5 de marzo de 2004, que desistiría de utilizar los US\$ 500 millones autorizados por el Banco de la República para la recompra de la deuda externa” [BCV (2004:32)]. Sobre esto no hay referencia. Además, ninguno de los dos expositores parece tener en cuenta que los cálculos que deberían realizarse antes de decidir utilizar los recursos de las reservas requieren de una medida de costo de oportunidad, por lo que su destino debe ser conocido *a priori*. Y ninguno de los dos informa con precisión (ni lo hace la Ley), el destino de los excedentes.

Por último, un importante detalle resta valor “científico” a las justificaciones expuestas a favor del concepto de reservas excedentarias. En las exposiciones de Cabezas (2005), Nóbrega (2005), Faría (2005) y Caldera (2005) son abundantes las falacias no formales, cuya “función expresiva” está, según Copi (1953/1981:83), destinada a provocar actitudes que probablemente inclinen a la aceptación, en lugar de brindar razones para la verdad de las conclusiones que pretenden imponer”. Tras una paciente lectura es posible identificar una o más veces casi todas las falacias de atenuencia: *argumentum ad baculum* (apelación a la fuerza), *argumentum ad hominem* (ofender al oponente), *argumentum ad ignorantiam* (refugio en la ignorancia), *argumentum ad misericordiam* (llamado a la piedad), *argumentum ad populum* (llamado emocional al pueblo), *argumentum ad verecundiam* (apelación a la autoridad), *ignoratio elenchi* (conclusión impertinente), causa falsa y pregunta compleja. Entre las falacias de ambigüedad destaca sobre todo la del equívoco: “si confundimos los diferentes significados que puede tener una palabra o frase y la usamos dentro del mismo contexto con distintos sentidos sin darnos cuenta de ello, ..., en el contexto de un razonamiento, cometeremos la falacia del equívoco”. Luego de nuestra revisión del concepto de reservas óptimas en la tradición que siguió a Heller (1966), es posible que la falacia del equívoco se detecte fácilmente en Nóbrega (2005-46): “Para concluir, considero perfectamente factible hablar de reservas excedentes, en tanto se pueda hablar de reservas óptimas.”

La única pretensión de explicar y justificar el concepto y transferencia de las reservas excedentarias del BCV al Ejecutivo Nacional se encuentra plasmada en el texto que hemos comentado. Es posible afirmar esto comparando la Exposición de Motivos de la Ley de Reforma de la Ley del BCV con la ponencia de Cabezas (2005). Sin embargo, luego de revisar las fuentes citadas por los autores, no es posible determinar ningún soporte para el concepto. Por otra parte, los defensores de la propuesta obvian el carácter posiblemente

transitorio de la actual acumulación de reservas, debida a los altos precios del petróleo y al control de cambios [BCV(2004:23)]. Aunque existen mejores justificaciones para mantener Fondos de Estabilización Macroeconómica y de Ahorro Intergeneracional que para crear un Fondo de Desarrollo Nacional, eso no parece tener mayor importancia¹³.

Bibliografía

- Aizenman y Marion (2003) "Foreign exchange reserves in East Asia: Why the high demand" en *FRBSF Economic Letter*, Number 2003-11: 1-3
- Asamblea Nacional (2005) "Labor Legislativa. Título: Ley de Reforma Parcial de la Ley del Banco Central de Venezuela (Sancionada el 19-07-05)" disponible en <http://www.asambleanacional.gov.ve/ns2/leyes.asp?id=688>
- Banco Central de Venezuela (2004) *Informe sobre las reservas internacionales en Venezuela*, Caracas, BCV, 46 págs.
- Banco de la República de Colombia (2003) *Análisis sobre el nivel adecuado de reservas internacionales*, Bogotá, 34 págs.
- Baptista, A. (1997) *Teoría Económica del Capitalismo Rentístico*, Caracas, Ediciones IESA,. 166 págs
- Baptista, A. y Mommer, B. (1992) *El Petróleo en el Pensamiento Económico Venezolano. Un Ensayo.*, VenezuCaracasela, Ediciones IESA,. 99 págs
- Ben-Bassat, A. y Gottlieb, D. (1992a) "Optimal international reserves and sovereign risk" , *Journal of International Economics*, Vol. 33: 345-362
- Ben-Bassat, A. y Gottlieb, D. (1992b) "On the effect of opportunity cost on international reserve holdings", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 74: 329-332
- Bird, G. y Rajan, R. (2003) "Too much of a good thing? The adequacy of international reserves in the aftermath of crises", *World Economy*, Vol. 26: 873-91
- Blanco, E. y Córdoba, A. (1996) "El nivel óptimo de reservas internacionales. El caso venezolano" en *Serie Documentos de Trabajo N° 2*, Caracas, Banco Central de Venezuela, 38 págs.
- Cabezas, R. (2005) "Reservas excedentarias en Venezuela: una propuesta" en *Varios (2005): 13-24*
- Caldera, J. (2005) Presentación sin título en *Varios (2005):105-122*
- Copi, I. (1962) *Introducción a la Lógica*, Buenos Aires, Editorial Universitaria de Buenos Aires, 614 págs
- Estevez, H. (1990) "Estudio Introductorio", en Banco Central de Venezuela (1990), *Compilación de Leyes del Banco Central de Venezuela*, Caracas, BCV: 17-69
- Faría, H. (2005) "¿Tenemos un exceso de reservas" en *Varios (2005): 67-78*
- Frenkel, J. y Jovanovic, B. (1981) "Optimal international reserves: a stochastic framework", *Economic Journal*, Vol.91: 507-14
- Heller, R. (1966) "Optimal international reserves", *Economic Journal*, Vol. 76: 296-311

¹³ La idea de un Fondo Anticíclico, según anotan Baptista y Mommer (1992:41), ya era considerada por Rómulo Betancourt en 1956. La Ley del BCV acogió la propuesta desde 1960 hasta 1974, pero el Fondo Anticíclico, que debía ser constituido en el BCV y administrado por él, nunca funcionó. Estevez (1990) recoge como razones el desacuerdo en la definición de "superávit entre ingresos recaudados y gastos realizados resultante de los sucesivos ejercicios fiscales" (Art. 44 de la Ley del BCV de 1960), la ausencia de funcionarios propios, o "dolientes" para el Fondo y el deseo de crear el Fondo de Inversiones de Venezuela (FIV) para manejar con libertad los ingresos provenientes del primer *boom* petrolero. Estevez (1990) supone, incluso, que esta fue la verdadera razón para derogar la Ley de 1960. Un Fondo similar sólo pudo ser creado 38 años después, el bajo el nombre de Fondo de Inversión para la Estabilización Macroeconómica (04.11.98). Sin embargo, su Ley fue modificada cinco veces (20.05.99, 04.10.01, 11.10.02, 07.01.03 y 04.04.03) hasta su sustitución por la Ley del Fondo de Estabilización Macroeconómica el 27.11.03. Al momento de discutirse la Reforma de la Ley del BCV que nos ocupa, la mayoría parlamentaria también aprobó en primera discusión la Reforma de la Ley que crea el Fondo de Estabilización Macroeconómica (FEM), otorgándole urgencia reglamentaria para su segunda discusión (12.07.05).

- Heller, R. y Khan, M. (1978) "The demand for international reserves under fixed and floating exchange rates", *Staff Papers*, Vol.25: 623-649
- International Monetary Fund (2004). "Guidelines for foreign exchange reserve management", Washington, D.C.: 21
- Krugman, P. (1979) "A model of balance of payments crises" en *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3: 311-325
- Mata, L. (2005) "Equilibrio interno, externo y reservas internacionales" en *Varios* (2005):79-103
- Mommer, B. (1997), "Prólogo", en Baptista (1997), págs. XXV-XXXIII
- Nóbrega, T. (2005) Presentación sin título en *Varios* (2005):25-47
- Rivero, L. (2005) "Flujo de divisas y fondos de inversión", en *Varios* (2005): 49-65.
- Rivero, L. [Ed.] (2001) *Fondos de Estabilización Macroeconómica*, Venezuela, *BCV Colección Ediciones Especiales*,. 273 págs
- Varios (2005), *Reservas excedentarias en Venezuela: una propuesta*, Caracas, Comisión Permanente de Finanzas, Asamblea Nacional de la República Bolivariana de Venezuela, 122 págs.
- Vera, L. y L. Zambrano (2005) "El nivel adecuado de reservas internacionales: notas para el caso venezolano", Caracas, mimeo, 32 págs.
- Williamson, J. (1973) "Surveys in Applied Economics: International liquidity" *Economic Journal*, 83: 685-746