

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

**INCIDENCIA DE LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN
VENEZUELA SOBRE LA INFLACIÓN Y LA DEPRECIACIÓN
DEL TIPO DE CAMBIO PARA EL PERIODO
(1999-2002)**

DANIELA BAZZANI C.I. V-13.800.700
PROFESOR JOSÉ REQUENA UNDA

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

SEPTIEMBRE 2003

ÍNDICE

Introducción	5
Capítulo I: Problemas, Objetivos y Marco Metodológico	7
1. Problema planteado	8
2. Objetivos de la investigación	10
2.1. Objetivo General	10
2.2. Objetivos Específicos	10
3. Marco Metodológico	12
3.1. Población	12
3.2. Muestra	12
3.3. Tipo de investigación	12
3.4. Instrumentos a utilizar	13
3.5. Técnicas a utilizar	13
Capítulo II: Marco Teórico de la investigación	15
1. Política Monetaria y su ente regulador	16
1.1. Banco Central de Venezuela	17
1.1.2. Basamento legal	17
1.1.3. Definición y objetivos	18
2. Política monetaria	20
2.1. Objetivos de la política monetaria	20
2.2. Instrumentos utilizados en la política monetaria	21
2.3. Instrumento de carácter general	22

3. Liquidez monetaria	24
3.1. Determinación de la cantidad de dinero	26
3.1.1. El cociente entre el efectivo y los depósitos	27
3.1.2. El cociente entre las reservas y los depósitos	27
3.1.3. La velocidad- renta del dinero y la teoría cuantitativa	27
3.2. El multiplicador del dinero	29
3.2.1. El control del dinero de alta potencia	31
3.2.2. El multiplicador del dinero y el proceso de ajuste	31
3.2.3. La oferta monetaria y los instrumentos de control monetario	33
4. Política cambiaria	35
4.1. Tipos de regímenes cambiarios	36
4.2. Operatividad de la política monetaria según la flexibilidad del tipo de cambio	40
5. La inflación	43
5.1. Fuentes y causantes de la inflación	43
5.2. La inflación y la credibilidad de las autoridades monetarias	47
5.3. El círculo vicioso de la devaluación-inflación	48

Capítulo III: Desarrollo	54
1.-Política monetaria en Venezuela	55
1.1. Programa monetario 1999-2002	55
1.2. Política monetaria en Venezuela 1999-2002	56
1.3.- Resultado en las variables estudiadas	62
Cuadro I: Índice de Precios al consumidor 1999-2002	62
Gráfico I: Índice de Precios al consumidor 1999-2002	64
Cuadro II: Comparación variación M2-Inflación	65
Gráfico II: Comparación variación M2-Inflación	68
Cuadro III: Circulante, liquidez monetaria y liquidez ampliada	69
Gráfico III: Circulante, liquidez monetaria y liquidez ampliada	70
Cuadro IV: Evolución del tipo de cambio 1999-2002	71
Gráfico IV: Evolución del tipo de cambio 1999-2002	72
Cuadro V: Comparación devaluación-inflación 1999-2002	73
Gráfico V: Comparación devaluación-inflación 1999-2002	75
1.4.- Período reciente: control de cambio año 2003	75
Cuadro y gráfico VI: Tipo de cambio 1999-2003	77
Conclusiones	78
Recomendaciones	81
Glosario	84
Bibliografía	89

INTRODUCCIÓN

La evidencia empírica alrededor del mundo ha demostrado que la principal contribución que un banco central puede hacer al desarrollo económico de un país es procurar mantener el poder adquisitivo de la moneda y la única manera de conseguirlo es a través de la estabilidad de los precios.

El mecanismo por medio del cual las acciones del Banco Central en materia de política monetaria se transmiten a la actividad económica y a los precios, continúa siendo tópico de gran debate. La razón de ello es no solo la dificultad de identificar los canales de transmisión de los impulsos monetarios, sino también el problema que significa precisar la estructura temporal de las relaciones de comportamiento de un conjunto de variables, así como las medidas apropiadas cuando se persiguen determinados objetivos de política.

La importancia de este trabajo, es que pretende dar un aporte a este debate para el caso venezolano, por lo que intenta identificar como se ha manejado la política monetaria para los años 1999-2002, y de esta manera encontrar como ha incidido dicha política en la actividad económica, mas concretamente en la depreciación de la moneda y en los precios. Dado el constante escenario inflacionario y de devaluación del tipo de cambio, el trabajo se concentra en la transmisión monetaria hacia los precios y cómo

ha creado un “circulo vicioso” que ha relacionado a esta variable con la depreciación de la moneda.

Cabe destacar que se argumenta el concepto de círculo vicioso porque ha sido un constante fenómeno en Venezuela en los últimos veinte años, pero en el caso de la presente investigación se hará un estudio de este fenómeno para el periodo arriba mencionado.

El documento de estudio se dividirá en tres capítulos. En la primera parte se expone el problema planteado y el objetivo de la investigación. También se presenta el marco metodológico utilizado para el análisis de datos y teorías. En el segundo capítulo, se plasman los principales planteamiento teóricos que existen en torno a los canales de transmisión de la política montaría, su instrumentación, así como otros argumentos que son de base para la construcción y entendimiento del problema planteado. En el tercer capítulo se presenta el desarrollo del trabajo, donde se realiza un análisis empírico utilizando datos estadísticos para el período 1999-2002 con el objeto de observar las vías de la influencia de las variables de política monetaria sobre la inflación y la depreciación. Adicionalmente, se analizan las implicaciones que los resultados obtenidos tienen para el manejo de política monetaria y cambiaria, y se hacen algunas recomendaciones y conclusiones para la instrumentación de dichas políticas.

CAPÍTULO I

EL PROBLEMA PLANTEADO

OBJETIVO DEL TRABAJO

MARCO METODOLÓGICO

1. PROBLEMA PLANTEADO:

Un período de aumentos de precios puede comenzar por varias causas, pero la persistencia del mismo sólo puede basarse en la posibilidad de financiarlo. Y el financiamiento de un aumento sostenido del nivel general de precios, que es lo que los economistas entienden por inflación, tiene varias causas para llevarse a cabo: mediante el incremento de la cantidad de dinero a la disposición de la economía, aumentos de la velocidad de circulación del dinero, u otros problemas estructurales y particulares de cada país.

Venezuela ha sido afectada por situaciones de incremento del Índice General de Precios al Consumidor del orden de dos dígitos desde 1983. No escapa al inicio de tal problema, al menos desde el punto de vista temporal o coyuntural la aparición de un llamado shock, como la caída del ingreso petrolero y la revelación de la situación de la deuda externa. Y parece conveniente analizar como “shock” inicial lo que sucede con el mercado cambiario, porque allí puede residir en gran medida el problema.

Con un tipo de cambio flexible, bajo cualquier modalidad de éste, se tienden a disminuir los desequilibrios de la balanza de pagos, pero así mismo aumenta la vulnerabilidad de la economía doméstica a la inflación: las variaciones de los agregados monetarios pueden influir más fuertemente sobre los precios y la tasa de cambio. En otras palabras en general, los países que han escogido administrar su mercado cambiario mediante un sistema flexible, han vivido episodios de empeoramiento de la inflación y

depreciación del tipo de cambio: en ellos, se tiende a agregar un proceso acumulativo de depreciación-inflación, si se dan ciertas condiciones como las presentes en la economía Venezuela.

En base a lo anterior expuesto, se plantea como el problema de la investigación cual ha sido la causa de un incremento en los niveles de inflación y depreciación de la moneda doméstica para el periodo (1999-2002) y cual ha sido el papel de la política monetaria y del Banco Central en dicho periodo.

Asimismo, se plantea como parte del problema cual fue la incidencia de la política cambiaria utilizada, y por supuesto que implicaciones tuvieron los cambios en la flexibilidad del tipo de cambio sobre la formación de un círculo depreciación-inflación.

2. OBJETIVO DE LA INVESTIGACIÓN

2.1- Objetivo General

La investigación que se presenta tiene como objetivo principal analizar cual ha sido la incidencia de la política monetaria que ha venido aplicado el Banco Central de Venezuela, como máximo conductor de esta materia en dos índices macroeconómicos de suma importancia para el desarrollo del país y la calidad de vida de sus habitantes, como son la inflación y el tipo de cambio entre los años 1999-2002. Por otro lado, se requiere observar como fue la aplicación de la política cambiaria para el mismo periodo con la finalidad de analizar su efecto en los mencionados índices.

Estas políticas son de gran importancia debido a que afectan el desenvolvimiento de las actividades empresariales, así como el poder adquisitivo de los trabajadores, particularmente los de menores ingresos.

2.2- Objetivos específicos

En base al estudio del objetivo principal, se desea plantear una serie de argumentos u objetivos específicos que rodean o completan la idea de dicho objetivo central:

- Analizar las variaciones del Índice de Precios al Consumidor y el comportamiento del mercado cambiario entre los años 1999-2002.

- Estudiar los regímenes cambiarios aplicados en los años estudiados y como incidieron en las variables a observar.
- Analizar los niveles de liquidez monetaria del sistema que prevalecieron durante el período, ya que es parte de estudio para observar el comportamiento de la aplicación de la política monetaria.
- Observar si se presenta alguna dependencia o relación entre la depreciación- inflación y entre la liquidez monetaria-inflación.
- Analizar si se evidencia el llamado “circulo vicioso” o proceso acumulativo entre la depreciación y la inflación en el período estudiado.

3.- MARCO METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN

3.1.- Población:

La población total esta comprendida por el área geográfica de Venezuela, aunque muchos de los datos y variables a estudiar se encuentran presentados en los diferentes institutos a nivel de la Zona Metropolitana de Caracas.

3.2- Muestra:

La muestra seleccionada está comprendida por un estudio y comparación de las variables relacionadas con la investigación en Venezuela.

3.3.-Tipo de investigación:

A fin de dar respuestas al problema formulado en el trabajo, se realizará una investigación del tipo descriptivo, documental e histórico, que permitirá caracterizar y relacionar el comportamiento de las variables involucradas y relacionadas en el estudio durante el período comprendido entre 1999-2002.

Es una investigación descriptiva porque su preocupación primordial es describir algunas de las características fundamentales de fenómenos

ocurridos. Para esto, se utilizan criterios sistemáticos, lo que permite poner de manifiesto su estructura o comportamiento, y así obtener una información exacta sobre los mismos.

Asimismo, se puede decir que es una investigación documental porque el análisis es hecho sobre datos proporcionados por instituciones de interés.

Es histórica, porque los datos que están bajo estudio corresponden a fechas pasadas, correspondiendo ellos al período 1999-2002.

3.4.-Instrumentos a utilizar:

En la presentación de resultados se emplearan básicamente instrumentos y procedimientos de análisis cuantitativo en cuanto a series estadísticas cronológicas. Los resultados se presentaran en primer lugar con la representación tabular de cuadros que incluyan los valores de las variables del estudio, los cuales representaran los índices estudiados, posteriormente se presentaran gráficamente los valores de las variables, a fin de ilustrar el análisis. Los tipos de gráficos serán los siguientes: gráficos de línea y gráficos de barras verticales.

3.5.- Técnicas a utilizar:

- De recolección de datos:

- Fichaje: Esta técnica de recolección de datos se empleara básicamente en la elaboración del marco teórico, en las siguientes modalidades: ficha de trabajo textual, bibliográfica y de resumen.
- Subrayado y anotaciones marginales: Las fuentes de referencia empleadas para la recolección de información corresponden a libros y revistas económicas, prensa nacional, folletos ilustrativos, asistencia a discusiones, entrevistas, Internet, y otros documentos pertenecientes a la investigación.
- Hojas de trabajo: Las hojas de trabajo representan la técnica más importante, por lo que se empleara en la recolección de datos estadísticos para la formación de series de tiempo y para poder destacar el comportamiento de determinadas variables comparativas y de tiempo, explicadas en los gráficos de líneas y barras.

- De análisis matemático:

- Porcentajes: Para poder realizar un análisis del comportamiento de las variables del estudio y poder relacionar sus respectivas trayectorias.

- De análisis estadístico: A los fines expuestos anteriormente, y para analizar el desenvolvimiento de las variables dentro de la economía venezolana, se emplearan:

- Series estadísticas.
- Números índices de base fija.

CAPÍTULO II
MARCO TEÓRICO DE LA
INVESTIGACIÓN

1. POLÍTICA MONETARIA Y SU ENTE REGULADOR

La política monetaria es la actuación más propia del banco central, aunque no es una actuación exclusiva. A este instituto se le encomienda por ley y le corresponde conceptualmente en la doctrina monetaria generalmente aceptada la preservación del valor de la moneda nacional y, en relación a ello, procurar la normalidad y la sostenibilidad del sistema de pagos internos y externo, la existencia de condiciones financieras sanas en el país, la administración eficiente de las reservas monetarias internacionales, la función de depositario de los fondos monetarios de las instituciones bancarias que correspondan a los encajes obligatorios que éstas deban mantener y las disponibilidades operativas que estimen convenientes.

Es también una función necesaria del instituto emisor la conducción de la política cambiaria, estrechamente vinculada a la política monetaria. Todo ello puede expresarse en términos de estabilidad monetaria y financiera, en concepto amplio, como objetivo propio y relevante del banco central. Otro objetivo del banco central es contribuir a la preservación del estado de confianza en la economía nacional, a la estabilidad y racionalidad de las expectativas relacionadas con el valor de la moneda, el tipo de cambio, las tasas de interés, el movimiento de los precios de bienes y servicios, el crecimiento equilibrado y sostenible de la demanda agregada interna y la ausencia de brecha real oferta agregada de bienes y servicios.

La política monetaria y cambiaria no están aisladas en el espacio económico: En una economía como la venezolana, la política fiscal tiene un papel determinante con respecto al objetivo amplio de estabilidad.

1.1. Banco Central de Venezuela

1.1.2. Basamento legal

Las normas a las que se refiere la Constitución Nacional sobre el Banco Central de Venezuela están dispuestas en la Sección tercera, cuyos artículos 318 y 319 prevén lo siguiente:

“Artículo 318. Las competencias monetarias del Poder Nacional serán ejercidas de manera exclusiva y obligatoria por el Banco Central de Venezuela. El objeto fundamental del Banco Central de Venezuela es lograr la estabilidad de precios y preservar el valor interno y externo de la unidad monetaria. La unidad monetaria de la República Bolivariana de Venezuela es el Bolívar. En caso de que se instituya una moneda común en el marco de la integración latinoamericana y caribeña, podrá adoptarse la moneda que sea objeto de un tratado que suscriba la República.

Para el adecuado cumplimiento de su objetivo, el Banco Central de Venezuela tendrá entre sus funciones las de formular y ejecutar la política monetaria, participar en el diseño y ejecutar la política cambiaria, regular

la moneda, el crédito y las tasas de interés, administrar las reservas internacionales, y todas aquellas que establezca la ley.”

“Artículo 319. El Banco Central de Venezuela se regirá por el principio de responsabilidad pública, a cuyo efecto rendirá cuenta de las actuaciones, metas y resultados de sus políticas ante la Asamblea Nacional, de acuerdo con la ley. También rendirá informes periódicos sobre el comportamiento de las variables macroeconómicas del país y sobre los demás asuntos que se le soliciten, e incluirán los análisis que permitan su evaluación. El incumplimiento sin causa justificada del objetivo y de las metas, dará lugar a la remoción del directorio y a sanciones administrativas, de acuerdo con la ley”¹

1.1.3. Definición y objetivos

El Banco central de Venezuela es la institución que tiene a su cargo el diseño y la conducción de la política monetaria del país. En dicha política monetaria se resume el conjunto de decisiones que adoptan las autoridades del Instituto con el propósito de regular la circulación monetaria, el tipo de interés y la disponibilidad de crédito de la economía. El campo de acción del banco central va más allá de la acuñación de monedas, impresión de billetes y de suministro de un adecuado volumen de dinero para el desarrollo normal de las transacciones económicas del país. Además de servir como banco de emisión, el BCV tiene a su cargo importantes funciones como lo definen como banco de reserva, banco de bancos, banco

¹ Constitución Nacional de La Republica Bolivariana de Venezuela

del estado, asesor económico del Gobierno Nacional para la formulación de los objetivos, metas y estrategias de la política económica , asesor nacional en materia de crédito público, promotor de la coordinación entre las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, además de servir como agente recopilador y difusor de información estadística sobre el desempeño económico del país.

El banco central tiene en la política monetaria un instrumento de gran poder para contribuir al logro de los objetivos de la política económica global diseñada por el Gobierno Nacional, los cuales se pueden resumir en: crecimiento económico sostenido, elevado nivel de empleo, estabilidad de precios, balanza de pagos manejable y alto grado de bienestar de la población. Corresponde al banco central crear y mantener las condiciones monetarias, crediticias y cambiarias favorables a la estabilidad de la moneda, al equilibrio económico y al desarrollo ordenado de la economía, así como asegurar la continuidad de los pagos internacionales del país.

Las acciones del banco central influyen sobre la masa monetaria en circulación, las reservas bancarias y la tasa de interés del mercado, las cuales son variables intermedias que afectan las decisiones de inversión, consumo, producción y la evolución de los niveles de precios, empleo y tipo de cambio. Es por esta vía que se trasmite el impacto de la política monetaria sobre los principales agregado macroeconómicos.

2. POLÍTICA MONETARIA

La política monetaria es el conjunto de acciones emprendidas por el Banco Central con el propósito de regular la circulación monetaria y, a través de ella, incidir sobre el costo del dinero y la disponibilidad de crédito para todos los sectores de la economía. Existe una política monetaria de signo contractivo cuando las acciones del banco central tienden a reducir la circulación del dinero, lo cual eleva su costo mediante el incremento de las tasas de interés. Bajo estas condiciones, se restringen la demanda de crédito y en general el gasto de la población. La política monetaria expansiva, por el contrario, se produce cuando el banco central aplica medidas orientadas a incrementar la circulación de dinero, con lo cual aminora su costo y facilita la disponibilidad de crédito, en cuyo caso se estimula la inversión privada y el gasto de la población.

2.1. Objetivos de la política monetaria

Un primer objetivo para mantener el nivel de precios y la estabilidad económica de la población debe ser luchar contra la inflación: El papel de la política monetaria consiste en mantener una adecuada proporción entre la liquidez monetaria y el nivel de actividad económico con el objeto de impedir desequilibrios que puedan alentar procesos inflacionarios.

Contribuye al crecimiento económico: En la medida en que la política monetaria crea y mantiene condiciones monetarias y crediticias favorables a la estabilidad de los precios, motiva el desarrollo de iniciativas privadas en

inversión y consumo que aceleran el ritmo de actividad económica. La compatibilidad entre este mayor ritmo de actividad con baja inflación es requisito fundamental para un crecimiento económico sostenido en el largo plazo.

Ayuda a la estabilidad del tipo de cambio: Con estas medidas, la política monetaria contribuye con el objetivo general de equilibrar la balanza de pagos, asegurar la continuidad de los pagos internacionales del país y mantener la competitividad externa de la producción doméstica. Para ello es necesario contar con un nivel de reservas internacionales suficientes para cubrir las necesidades de importaciones de bienes y servicios indispensables al desempeño normal de la economía, además de ofrecer las divisas suficientes a su debido costo de oportunidad para el pago de los sectores público y privado a sus acreedores externos.

Contribuye a la estabilidad del sistema financiero y de pagos de la economía.

2.2. Instrumentos utilizados en la política monetaria

Para lograr el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero, el banco central emplea instrumentos que influyen directa e indirectamente sobre las reservas bancarias, las tasas de interés y las decisiones que toma la población en el manejo de sus medios de pagos, tales como monedas, billetes, depósitos a la vista y otros. Los instrumentos de política monetaria son utilizados por el banco central de acuerdo con la naturaleza y nivel de

desequilibrio prevaleciente en el mercado, y su incidencia puede ser de carácter general o específico. Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), el descuento, la fijación del encaje legal y la persuasión moral constituyen los instrumentos de acción más general a disposición del banco central.

2.3. Instrumento de carácter general

La compra y venta de títulos públicos es el principal y más flexible mecanismo que tiene el banco central para ejercer el control monetario. Como estas transacciones se realizan en el mercado, se denominan Operaciones de Mercado Abierto. Cuando el banco central compra títulos a la banca entrega fondos que se agregan al dinero en circulación, aumentando así la capacidad de los bancos para otorgar préstamos. Si el banco central vende títulos, ocurre lo contrario, es decir, toma recursos del sistema financiero y limita su capacidad para ofrecer créditos. Con la OMA el banco central incide de manera directa sobre el volumen de dinero en circulación y, de forma indirecta, sobre la tasa de interés que aplican los bancos a sus operaciones con el público. Mientras que los organismos públicos y privados emiten títulos para captar fondos destinados a financiar planes de inversión y gasto, el banco central cuando lo hace persigue absorber excedentes monetarios para garantizar el equilibrio entre la oferta y demanda de dinero. Asimismo, la racionalidad económica del sector privado conduce a ganar la menor tasa de interés posible en sus operaciones; en cambio, la racionalidad del banco central se guía por preceptos de política monetaria que van más allá de la rentabilidad de sus operaciones, aunque resguarda la eficiencia económica de su desempeño.

Es admisible que el BCV incurra en pérdidas y afecte su patrimonio, si el cumplimiento de un objetivo mayor de política monetaria así lo exige. Cuando ello ocurre, le corresponde al Gobierno Nacional hacer los aportes necesarios para reponer el patrimonio del instituto emisor.

El más antiguo de los instrumentos de política monetaria es el denominado descuento, el cual permite al banco central prestar fondos temporales a los bancos cuando presentan problemas de liquidez o no renovar los mismos cuando las condiciones económicas exigen restringir la masa monetaria. El término descuento designa al préstamo que otorga el banco central a la banca a cambio de recibir papeles y documentos de créditos realizados por ésta a empresas públicas y privadas. La ley especifica las condiciones y características de los títulos que califican para las operaciones de descuento. Cuando el banco central concede un préstamo, cobra una tasa de interés llamada de descuento, la cual constituye el costo que implica para la banca solicitante pedir recursos al instituto.

El otro mecanismo es el reporto, a través del cual el banco central concede asistencia financiera a un banco, a cambio de la venta temporal de títulos valores que el mismo banco solicitante del préstamo debe volver a comprar al banco central dentro de un plazo y aun precio predeterminado. Mientras el descuento, anticipo y reporto y las operaciones de mercado abierto exigen la disposición de los bancos para ser uso de estos instrumentos, el encaje responde únicamente a la decisión del banco central. El encaje legal es el mecanismo más directo para regular las reservas

monetarias de la banca. El encaje legal es una medida administrativa de la autoridad monetaria, que exige a los bancos mantener inmovilizados dentro del Banco Central una porción determinada de los depósitos del público.

3. LIQUIDEZ MONETARIA

Es el total de activos existentes en la economía que tienen la capacidad de convertirse en dinero efectivo rápidamente y sin ocasionar ninguna disminución en el patrimonio de sus propietarios, a partir de cualquiera de las siguientes figuras: caja chica, cuentas bancarias o títulos monetarios exigibles. Para la medición de la liquidez u oferta monetaria de un sistema frecuentemente se utiliza los siguientes enfoques (Agregados Monetarios):

M1: Es uno de los componentes de la Oferta Monetaria y está conformada por las monedas, el papel moneda y todos los depósitos a la vista. Este es el dinero definido en sentido estricto.

M2: Es la Oferta Monetaria definida en un sentido más amplio: incluye todos los depósitos de ahorro, los depósitos a plazo fijo, los certificados de ahorro y los bonos quirografarios.

M3: Es una definición más amplia de la oferta monetaria oficialmente estimada, la cual está conformada por M2 más depósitos en termino de

grandes denominaciones emitidos por todas las instituciones financieras, más los acuerdos de recompra a plazo, el papel comercial y algunos valores del tesoro.

El objetivo de los agregados monetarios es medir la cantidad de dinero disponible en una economía en cualquier momento.

El agregado monetario fundamental es la llamada “Base Monetaria”, también denominada “Dinero de Alto Poder”, la base es definida como la moneda en circulación (o monedas y billetes de la reserva poseídos por el público) más las reservas totales del sistema bancario y su efectivo en bóvedas. Es importante hacer notar que la reserva conforma la mayor parte de la base que esta bajo el control de un banco central. Por lo tanto es este agregado es sobre el que un banco central es más capaz de influenciar con sus diversas herramientas monetarias.²

En la mayoría de los países la cantidad de dinero es decidida por el banco central a través de su control de la base monetaria (del dinero de alta potencia); por el público, a través del cociente entre el efectivo y los depósitos que prefiere, y por los bancos, a través de la conducta que adopta en lo que se refiere a tenencia de reservas. Para los monetaristas la política monetaria debe consistir en fijar la cantidad de dinero (normalmente M1 o M2).

² Faboozi, Frank, Mercados e Instituciones Financieras, Pág. 94

3.1. Determinación de la cantidad de dinero

Prescindiendo de la distinción entre varios tipos de depósitos (y, por lo tanto, de la distinción entre los diferentes M), y considerando el proceso de la oferta monetaria como si hubiera una sola clase de depósitos (D) y siendo (E) el efectivo, se puede calcular dicha oferta de la siguiente forma:

$$M \equiv E + D$$

Asimismo, tanto la conducta del público como la de los bancos afectan a la oferta monetaria. La demanda de efectivo por parte del público afecta al efectivo (E), y su demanda de depósitos afecta a los depósitos (D). Los bancos desempeñan un papel importante, porque los depósitos son una deuda que tienen los bancos para con sus clientes. Aunado a este aspecto, el banco central ejerce una influencia (que es la más importante) en la determinación de la oferta monetaria.

Se resume la conducta del público, los bancos y el banco central en el proceso de la oferta monetaria por medio de tres variables: *el cociente entre el efectivo y los depósitos, el coeficiente de caja o de reservas y la cantidad de dinero de alta potencia o base monetaria*³.

³ Dornbusch, y Fisher, "Macroeconomía", sexta edición, Pág. 450

3.1.1. El cociente entre el efectivo y los depósitos

La cantidad de efectivo en relación con los depósitos depende de los hábitos de pago del público, ya que depende del coste de obtener efectivo y de la facilidad para conseguirlo.

3.1.2. El cociente entre las reservas y los depósitos

Las reservas bancarias están formadas por los billetes y las monedas que se encuentran en los bancos y por los depósitos que estos tienen en el banco central. Los bancos tienen que mantener reservas en forma de billetes y monedas porque sus clientes tienen derecho a obtener al instante el dinero que tienen depositado. Tienen cuentas en el banco central principalmente para efectuarse pagos entre ellos⁴.

3.1.3. La velocidad- renta del dinero y la teoría cuantitativa

La velocidad-renta del dinero es el número de veces que la cantidad de dinero “da vueltas” al año para financiar el flujo anual de renta. Es igual al cociente entre el PIB y la cantidad de dinero.

La velocidad-renta o denominada velocidad del dinero se puede definir de la siguiente manera:

$$V \equiv Y^n / M$$

⁴ También como encaje legal

También existe otra manera de formular la ecuación que reconoce que Y^n (PIB nominal) es igual al nivel de precios, P , multiplicado por la renta real Y , por lo tanto,

$$M \times V = P \times Y$$

Dicha ecuación es la *ecuación cuantitativa*, que relaciona al nivel de precios y el nivel de producción con la cantidad de dinero. La ecuación cuantitativa se convirtió en *la teoría cuantitativa del dinero* clásica cuando se afirmó que tanto V , la velocidad-renta del dinero, como Y , el nivel de producción, eran fijos. Entonces, si tanto V como Y son fijos, el nivel de precios es proporcional a la cantidad de dinero. Por lo tanto la teoría cuantitativa clásica era una teoría del nivel de precios y de la inflación, y se define de la siguiente manera:

$$P = (V \times M) / Y$$

La teoría cuantitativa clásica del dinero es defendida por los llamados monetaristas, los cuales subrayan la influencia del dinero y de la política monetaria en la conducta de la producción y los precios. Dicha teoría afirma que el nivel de precios es proporcional a la cantidad de dinero, lo que sería el factor más importante que genera inflación.

3.2. El multiplicador del dinero

El Multiplicador del dinero es el cociente entre la cantidad de dinero y la cantidad de base monetaria, el cual es mayor a uno (1). El Multiplicador es mayor cuantos mayores sean los depósitos como proporción de la cantidad de dinero, ya que por cada unidad de la moneda en efectivo, se necesita una unidad adicional de dinero de alta potencia. En cambio, cada unidad de moneda de depósito solo necesita la cantidad de r de dinero de alta potencia (en reservas).

Entonces, se obtiene la expresión resultante de la oferta monetaria expresada en función de sus principales determinares, r , e , y B :

$$M \equiv (1 + e / r + e) B \equiv m \times B$$

Donde m es el multiplicador del dinero que se denota como

$$m \equiv 1 + e / r + e$$

Por lo tanto se evidencia que el multiplicador del dinero es mayor cuanto menor es el coeficiente de reservas, r . Además, el multiplicador del dinero es mayor cuanto menor es el cociente entre el efectivo y los depósitos, e , ya que cuanto menor es e , menor es la proporción de la cantidad de dinero de alta potencia que se utiliza como efectivo (que se convierte en dinero en una proporción mucho mayor que uno).

Dado que el banco central controla la base monetaria B , podría controlar la cantidad de dinero, M , exactamente si el multiplicador fuera constante o totalmente predecible. Como el mismo no es constante ni completamente predecible, el banco central no puede determinar exactamente la cantidad de dinero en un periodo cualquiera fijando la base en un determinado nivel.

Es de destacar igualmente que en el caso venezolano no puede existir un control sobre la base monetaria por parte del Banco Central de Venezuela por la manera como recibe los ingresos el país y como se trasmite hacia el público. La mayor parte de los ingresos del país son por la venta de petróleo y sus derivados en el extranjero, donde PDVSA recibe dólares y está obligada a vender dicha divisa extranjera al Banco Central de Venezuela, recibiendo de esta manera bolívares a cambio. Por lo tanto, con este mecanismo el central crea dinero. Además de este hecho, PDVSA debe pagarle impuestos al Fisco Nacional, por lo que los bolívares recibidos del BCV es transferido al Ministerio de Finanzas. Luego, este dinero recibido por el Fisco Nacional es transferido al sistema económico como gasto público, convirtiéndose de esta manera en depósitos del público beneficiario de dicho gasto, para pasar en el flujo económico a reservas bancarias en el BCV. Por todo lo anterior expuesto, se evidencia que para el caso venezolano el Banco Central no puede ejercer control sobre la creación de dinero que se traduce en un posterior aumento de la oferta monetaria.

3.2.1. El control del dinero de alta potencia

Se crea dinero de alta potencia cuando el banco central adquiere activos y los paga creando pasivos. Las dos clases principales de pasivo o usos de la base son el efectivo y los depósitos bancarios en el banco central.

El método mediante el cual el banco central altera mas a menudo la cantidad de dinero de alta potencia consiste en realizar operaciones en el mercado abierto OMA, donde el central compra por ejemplo títulos públicos. Una compra en el mercado abierto aumenta la base monetaria, ya que el banco central puede crear dinero de alta potencia simplemente comprando activos, como bonos del Estado, y pagándolos con su pasivo.

A veces el banco central compra o vende divisas en un intento de influir en los tipos de cambio. Estas compras y ventas de divisas afectan igualmente a la base monetaria.

3.2.2. El multiplicador del dinero y el proceso de ajuste

Una compra del banco central en el mercado abierto aumenta la base monetaria. En primer lugar, el aumento de la base se puede traducir en un incremento de las reservas bancarias a causa de que el central puede pagar los títulos girando un cheque contra sí mismo, que el vendedor de los títulos deposita en su cuenta bancaria. La institución financiera vendedora de los títulos a su vez presenta el cheque en el banco central con el fin de cobrarlo;

esta realiza el abono que corresponde en la cuenta de la institución, aumentando de esta manera sus reservas. De esta manera el público aumenta sus depósitos, pero no sus tenencias de efectivo, lo que se traduce en que el cociente entre el efectivo y los depósitos e , están desajustados, es decir es muy bajo. El público convertirá depósitos en efectivo, reduciendo así las reservas bancarias y los depósitos. Asimismo, la institución que depositó el cheque original termina teniendo un coeficiente de reservas r considerablemente alto, donde sus reservas y depósitos se han incrementado en la misma cuantía. Por lo tanto, ha aumentado su cociente entre reservas y los depósitos, por lo que para reducirlos, incrementa sus préstamos.

Cuando un banco concede un préstamo, la persona que lo recibe obtiene un depósito bancario. En esta etapa, cuando el banco concede un préstamo, la oferta monetaria aumenta en una cuantía superior a la de la operación de mercado abierto. La persona que vendió el título al banco central ha aumentado sus tenencias de dinero, parte en efectivo y otra parte en depósitos, en el valor de los bonos vendidos. La persona que recibe el préstamo tiene un nuevo depósito bancario, y por lo tanto este proceso genera una expansión múltiple de la cantidad de dinero.

En un siguiente ajuste, una porción del incremento del dinero de alta potencia se traduce en tenencias de efectivo por parte del público y otra es base para una expansión de los préstamos del sistema bancario. Cuando las instituciones conceden préstamos, lo hacen abonando la cuantía dicho

préstamo en la cuenta de sus clientes, por lo tanto, crean dinero siempre que realizan préstamos.

Esta expansión de préstamos y por lo tanto del dinero continúa hasta un punto donde el cociente entre las reservas y los depósitos desciende hasta un nivel deseado y el público vuelve a conseguir el cociente que desea entre el nivel de efectivo y los depósitos. Entonces el multiplicador del dinero resume la expansión total del dinero creado por un aumento monetario de la base monetaria.

3.2.3. La oferta monetaria y los instrumentos de control monetario

Cuando existe un incremento en el multiplicador del dinero m , se incrementa la oferta monetaria. Dicho multiplicador también se incrementa cuando suben los tipos de interés de mercado y disminuye cuando aumenta la tasa de descuento, el coeficiente de reservas exigido y el coeficiente entre el efectivo y los depósitos.

El banco central influye en la oferta monetaria por tres vías: el dinero de alta potencia B , el cual está controlado principalmente por medio de operaciones de mercado abierto; la tasa de descuento iD y el coeficiente de reservas exigido, rR . Donde de estos tres instrumentos de control monetario, el más utilizado por el banco central son las operaciones de mercado abierto. Pero independientemente de los instrumentos que utilice el central para controlar la cantidad de dinero, no puede calcularlo exactamente.

Esto se puede explicar porque el cociente entre el efectivo y los depósitos e es constante, pero en realidad varía, y el banco central no tiene con antelación el conocimiento de cual será exactamente su valor y que también varía el coeficiente de reservas porque los depósitos pasan de unos bancos a otros y estos tienen unos coeficientes de reservas distintos porque alteran la cantidad de exceso de reservas que quieran tener.

Esto se puede evidenciar en la siguiente fórmula:

$$M \equiv (1 + e/r + e) B \rightarrow = m(i, iD, rR, e, \sigma) B$$

Siendo el multiplicador del dinero m en función de los tipos de interés de mercado i , de la tasa de descuento iD , las reservas exigidas rR , el cociente entre el efectivo y los depósitos e , y dada la cantidad de dinero de alta potencia B , la oferta monetaria aumenta cuando aumenta el multiplicador del dinero. Esto va incrementarse a su vez cuando aumentan las variables i , iD y e .

4. POLITICA CAMBIARIA

El banco central ejecuta su política a través de un programa monetario, donde se realiza una determinación, fijación y seguimiento de una meta monetaria intermedia, consistente con los objetivos finales del programa económico.

Asimismo, entre las acciones que se deben tomar en materia de política monetaria para alcanzar el objetivo de estabilidad económica, se encuentra la política cambiaria, donde se define el régimen cambiario a utilizar de acuerdo al escenario macroeconómico. La política cambiaria se refiere a la definición de un determinado nivel del tipo de cambio y a las acciones para alcanzarlo, y en Venezuela su diseño es responsabilidad del Gobierno Central junto con la colaboración y ejecución del BCV. El régimen cambiario consiste en el marco institucional y en las reglas de funcionamiento, mediante las cuales se forma el precio de las divisas y se regula su tenencia e intercambio. La característica distintiva de un régimen cambiario es el grado de flexibilidad del tipo de cambio y no su nivel.⁵

Evidentemente, ciertos regímenes cambiarios son más eficientes en la consecución de determinados objetivos de política cambiaria o son más proclives a ciertas políticas.

La tipología más comúnmente utilizada es la establecida por el Fondo monetario Internacional (FMI) en su *Reporte Anual sobre Regímenes*

⁵ Purroy, Miguel I. Inflación y régimen Cambiario, pág 38

Cambiarior, donde los regímenes cambiarios difieren únicamente en el grado de flexibilidad, entendiéndose por esta la frecuencia con la que el sistema de reglas e instituciones cambiarias permiten ajustes del tipo de cambio nominal. El FMI clasifica los arreglos cambiarios en tres grandes grupos: regímenes fijos, regímenes de flexibilidad limitada y regímenes más flexibles. Sin embargo, los países adoptan o inventan regímenes, que no son siempre fáciles de encasillar dentro de lagunas categorías. Con frecuencia, un país ensambla elementos o mecanismos que pertenecen a varios regímenes diferentes, pero en materia de régimen cambiario, la esencia es disponer de una medida gruesa de que tan flexible o rígido es el tipo de cambio en cada caso, y eso es logrado con la calificación anteriormente mencionada.

4.1. Tipos de regímenes cambiarios

4.1.1 Regímenes fijos

Se catalogan como regímenes fijos aquellos arreglos cambiarios en los cuales el tipo de cambio está “enganchado” a una o varias monedas, y solo es modificado de forma discrecional y poco frecuente en circunstancias extraordinarias. La paridad de la moneda doméstica se mantiene inalterada respecto a la o las monedas de referencia. Los regímenes cambiarios fijos suelen subdividirse en tres tipos:

- Uniones monetarias: Lo esencial de este régimen es que el país renuncia a la emisión de la propia moneda, con el cual el tipo de cambio desaparece como variable de ajuste. En algunos casos, uno o varios países adoptan la moneda de un tercer país, en otros casos pueden acordar emitir una moneda común.
- Enganches de una moneda individual: Donde el país engancha su moneda a la de un país más importante, que usualmente es el principal socio comercial. A esta categoría pertenece el control de cambios, la cual es una intervención oficial del mercado de divisas, de tal manera que los mecanismos normales de oferta y demanda quedan total o parcialmente fuera de operación y en su lugar se aplica una reglamentación administrativa sobre compra y venta de divisas, que implica generalmente un conjunto de restricciones cuantitativas y/o cualitativas de la entrada y salida de cambio extranjero.
- Enganches a una cesta de monedas: donde el tipo de cambio es fijado en relación con un conjunto de monedas, que usualmente refleja algún tipo de promedio de las monedas de los países con los que realiza la mayor porción del intercambio comercial. La utilización de una cesta de monedas suele responder al deseo de atenuar el impacto de la volatilidad de una sola moneda, al tiempo que permite mantener un mejor seguimiento de la evolución del tipo de cambio real “efectivo”, para cuyo cálculo se toma en cuenta la estructura del intercambio comercial del país.

4.1.2. Regímenes de flexibilidad limitada

Consisten en arreglos cambiarios en los que el tipo de cambio puede variar dentro de ciertos márgenes de fluctuación, que ha sido determinado previamente.

- Flexibilidad respecto a una moneda individual: el cual es una régimen intermedio, donde el tipo de cambio esta enganchada a una moneda individual.
- Arreglos cooperativos: donde las monedas de los países miembros están enganchadas entre sí dentro de márgenes bastante estrechos de variación, pero fluctúan en bloque frente a las monedas de terceros países.

4.1.3. Régimen más flexible

Se incluyen en este grupo arreglos cambiarios en los que el tipo de cambio varía. Al igual que en los extremos de los regímenes fijos, los de grado de flexibilidad son muy diversos.

- Ajuste según indicadores: donde las variaciones del tipo de cambio se producen más o menos automáticamente sobre las base de variaciones de ciertos indicadores. Un ejemplo son los arreglos cambiarios, en los que el tipo de cambio nominal es ajustado automáticamente para absorber el

diferencial de inflación con los socios comerciales y preservar así un nivel constante del tipo de cambio real.

- Flotación administrada: donde la autoridad cambiaria (banco central) interviene activa y regularmente para dirigir el rumbo del tipo de cambio y afectar su nivel. El banco central cotiza periódicamente el tipo de cambio y actúa para defender esa paridad. El nivel de la cotización es una decisión de alguna manera discrecional del banco central, en la que intervienen elementos tales como la situación de la cuenta corriente, el nivel de reservas, el entorno internacional, etc. Lo definitorio de este régimen es que la influencia de la intervención oficial sobre el tipo de cambio es mayor que la del resto de participantes en el mercado cambiario. Dentro de esta categoría se ubican regímenes muy diversos que van desde el *crawling peg* hasta una amplia gama de variantes de zonas cambiarias.

- Flotación independiente: donde la influencia de las fuerzas del mercado sobre la determinación del tipo de cambio es superior a la ejercida por la intervención oficial. Esta se produce más con la intención de moderar el ritmo de variación del tipo de cambio, que con la de quebrar tendencias de mercado o de influir sobre el nivel del tipo de cambio.

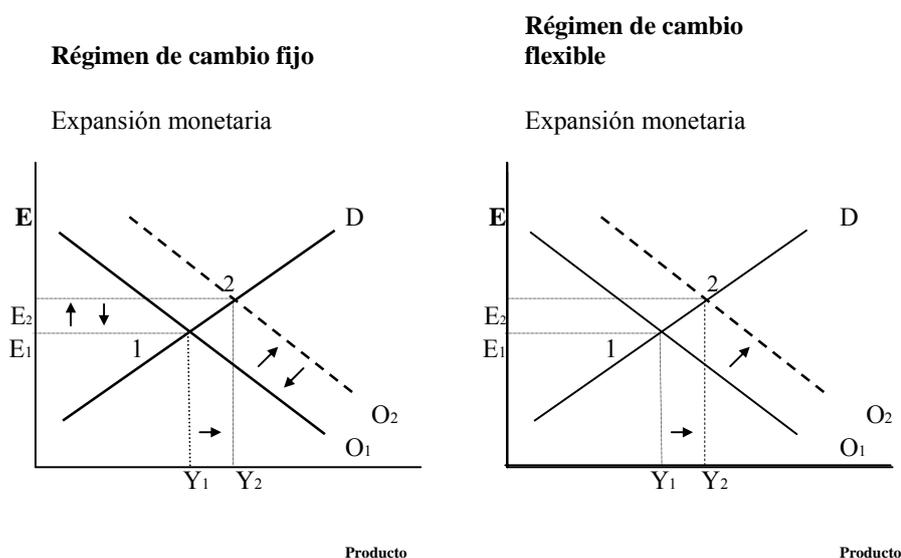
4.2. Operatividad de la política monetaria según la flexibilidad del tipo de cambio

La decisión de régimen cambiario a implementar en un país, y por ende de flexibilidad cambiaria, tiene gran repercusión en la efectividad de la política monetaria.

En principio, tipos de cambios flexibles permiten límites de manejo para una política monetaria autónoma, ya que la autoridad económica no ejerce generalmente intervenciones en el mercado cambiario para defender un determinado tipo de cambio. El hecho de renunciar a un objetivo cambiario posibilita la prosecución de objetivos monetarios.

Suponiendo que los precios son rígidos en el corto plazo y que la economía parte de un equilibrio E_1 , un incremento de la masa monetaria bajo régimen cambio fijo provoca un desplazamiento (temporal) hacia arriba de la curva de Oferta real de dinero "O1" a "O2" (en el gráfico del régimen de cambio fijo), debido a la caída de la tasa de interés y la consecuente presión para que el tipo de cambio se devalúe de E_1 a E_2 . Esta presión es a causa de la disminución del rendimiento de las colocaciones financieras en moneda doméstica, que rompe el equilibrio con el rendimiento en el exterior y hace que el tipo de cambio spot tienda a subir con el fin de disminuir la expectativa de devaluación futura. Como la autoridad monetaria está comprometida con la defensa tipo de cambio, deberá vender activos externos con el fin de contrarrestar la presión devaluacionista, con lo cual la masa monetaria se contraerá. Si la defensa

del tipo de cambio es exitosa y el tipo de cambio futuro esperado no sufre modificación, la curva de oferta monetaria vuelve a su posición original de O_2 a O_1 , y la economía recupera su equilibrio inicial de en E_1 , Y_1 .



Bajo régimen de tipo de cambio flexible y siempre dentro de un horizonte de corto plazo, en el que los precios son rígidos, al igual que la expectativa sobre el tipo de cambio a futuro, un incremento de la oferta monetaria mueve a la economía del punto 1 al punto 2, caracterizado por un tipo de cambio mas alto o depreciado y por un mayor nivel del producto. La expansión monetaria reduce la tasa de interés doméstica y esta, a su vez, conduce a la depreciación de la moneda. Entonces, el tipo de cambio tiene que depreciarse hoy para crear la expectativa de una depreciación futura y de esa forma restablecer la paridad de la tasa de interés interna (menos la

depreciación esperada) con la tasa de interés externa. Esta es la razón por la cual la línea de la oferta O se desplaza hacia arriba. Dada la rigidez de los precios, el tipo de cambio real se aprecia, la absorción doméstica aumenta y el producto se incrementa.

Por todo lo anterior se puede resumir que bajo un tipo de régimen flexible se generan movimientos del tipo de cambio nominal, los cuales dada la rigidez de los precios en el corto plazo, se traducen en variaciones del producto y del empleo. Bajo régimen fijo, una expansión monetaria no tiene efecto sobre el producto, ya que el incremento de dinero es compensado por una caída equivalente de reservas internacionales. Más que ineficacia se trata de la pérdida de control sobre la oferta monetaria.

En el largo plazo, donde los precios internos y el tipo de cambio de futuro esperado son flexibles, el impacto real inicial de la expansión monetaria puede llegar a revertirse completamente. En otras palabras, el producto y el empleo vuelven a su nivel “natural” y la política expansiva simplemente se traduce en un aumento proporcional de los precios y del tipo de cambio nominal.

5. LA INFLACIÓN

Se define inflación como un proceso de alza persistente del nivel de precios. Desde el punto de vista de los monetaristas, la inflación equivale a un descenso continuo del valor del dinero. La medida más frecuente utilizada para reflejar la inflación es la tasa de cambio porcentual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de un país. El IPC recoge los precios ponderados de una cesta de bienes de consumo que se consideran representativos del consumo típico de una familia. Otras variantes pueden ser consideradas para la medición, como el Índice de Precios al Productor, a la construcción o los índices de precios al mayor. Asimismo, puede variar la amplitud de la base de bienes y servicios incorporados al índice. Una práctica frecuente con fines de facilitar el manejo de la política económica es la definir un IPC más restringido, de cuya canasta sean excluidos los componentes más volátiles (por ejemplo combustibles). En sentido contrario, otra posibilidad sería ampliar la base de medición y utilizar el deflactor implícito del PIB, que incorpora la totalidad de bienes y servicios generados por la economía, pero el IPC sigue siendo la medida universalmente aceptada, por la agilidad de su elaboración y por la facilidad de su uso.

5.1. Fuentes y causantes de la inflación

Los orígenes de la inflación se puede debatir entre una visión “monetarista-fiscal” y un enfoque de la “balanza de pagos”, aunque

también se puede evidenciar que existe suficiente consenso en la teoría económica como para afirmar que la creación del dinero por encima del crecimiento real de la economía con fines de financiamiento fiscal es la principal fuente de crecimiento de los precios, aunque no la única; y la expresión más fuerte de esta relación la constituye la teoría cuantitativa del dinero, que como presenté en páginas anteriores, postula una relación directamente proporcional entre las variaciones de la oferta de dinero y del nivel de precios, *ceteris paribus*. Sin embargo esta relación no siempre es observable, pues se ha podido evidenciar que en economías con una relativa baja inflación episodios de moderada expansión monetaria no materializa un crecimiento en el nivel general de precios.

Desde el punto de vista monetario-fiscal, la mayoría de los autores coinciden en relacionar los excesos monetarios con problemas de financiamiento del déficit fiscal. Los gobiernos tienen fundamentalmente tres vías para financiar sus gastos: recaudando impuestos, solicitando préstamos a países o instituciones, o creando dinero. En muchas ocasiones, la recaudación de impuestos o el endeudamiento se topan con algunos límites, que pueden obligar al gobierno a recurrir al financiamiento monetario. Cuando esto sucede, el gobierno está haciendo uso del impuesto más simple de recaudar, como lo es el “Señoreaje”. Este impuesto, representa el exceso del valor facial de una moneda o billete por sobre su costo de producción o de emisión. La autoridad emisora se apropia de esa diferencia, que pasa a formar parte integral del financiamiento del gasto público.

Cabe destacar, que en el caso de economías exportadoras primarias, en las que el sector público es ampliamente superavitario en su cuenta de divisas y consecuentemente buena parte de los ingresos fiscales son de origen externo es necesario hacer una clara distinción entre el saldo global de la gestión fiscal y el saldo final interno (ingreso de origen interno menos gasto interno). Aunque las cuentas fiscales se encuentren en equilibrio y no haya necesidad de financiar monetariamente ningún déficit, la porción del gasto que es soportada por el componente externo del ingreso fiscal implicará una monetización. De esta manera, el déficit interno es financiado monetariamente a través de la monetización de las divisas que las empresas públicas exportadoras le venden al banco central para obtener la moneda doméstica necesaria para atender su contribución fiscal. Entonces, en la medida en que el déficit fiscal interno exceda el nivel cónsono con la estabilidad de precios, la monetización del ingreso fiscal interno alimentará el proceso inflacionario.

En este tipo de economías, al igual que las economías subdesarrolladas y sumamente inestables, es frecuente observar el fenómeno del círculo vicioso entre la “inflación y la devaluación”. Esta visión se corresponde con el enfoque de la balanza de pagos. Es frecuente observar en momentos de alta inflación una crisis de la balanza de pagos, altos movimientos especulativos, devaluaciones y colapsos monetarios, a causa de que las autoridades monetarias acostumbran a reaccionar de forma “acomodaticia” frente a las perturbaciones externas o cambiarias, lo cual explica la creación del círculo vicioso. El impacto inflacionario de la devaluación actúa a través del incremento de las expectativas inflacionarias o a través de la

indexación salarial. Según este enfoque, el dinero responde pasiva o endogenamente a la crisis de la balanza de pagos. Especialmente cuando en una cierta economía el sector público es acreedor neto en divisas, la devaluación desemboca en expansión monetaria por la vía de la monetización de las divisas y del posterior gasto fiscal.

Tanto el enfoque monetario-fiscal como el de la balanza de pagos están muy interrelacionados en la vida real de países con alta inflación. La falta de disponibilidad de financiamiento externo para servir la deuda induce a los gobiernos a crear dinero en vez de acudir al mercado financiero internacional. El ajuste requiere del mejoramiento de la balanza de pagos comercial, el cual es obtenido mediante la devaluación. La depreciación de la moneda incrementa inflación, tanto por la vía directa del encarecimiento de los bienes transables, como por la vía del empeoramiento de las cuentas fiscales por efecto del incremento del servicio de la deuda, lo cual desemboca en mayor creación del dinero. Asimismo, el tipo de régimen cambiario juega un papel fundamental en la determinación de cual de los dos enfoques predominan en cada caso. Regímenes de cambio flexible pueden ser mas proclives al uso de del financiamiento monetario-inflacionario, mientras que en régimen de cambio fijo el impulso inflacionario proviene fundamentalmente de una crisis en la balanza de pagos.

5.2. La inflación y la credibilidad de las autoridades monetarias

La interacción o “juego” entre el gobierno y los agentes económicos es de suma importancia en el estudio de la inflación, ya que ambos actúan con expectativas racionales⁶ y buscan optimizar sus beneficios. Esta teoría positiva⁷ de la inflación, parte de la premisa de que el gobierno intentará maximizar el bienestar, aun a costa de mayor inflación, siempre que el costo de ésta no exceda el beneficio del bienestar marginal. Los agentes privados buscarán protegerse se este comportamiento discrecional de la autoridad y elevarán su expectativas sobre la inflación venidera.

En una economía donde los agentes reaccionan inteligentemente frente a la información disponible, lo que en la actualidad pueda suceder, dependerá decisivamente del grado de anticipación de las políticas futuras. Ello es a causa de que los agentes privados interactúan estratégicamente con los hacedores de política y configuran su comportamiento con base en sus expectativas sobre el curso probable de la política económica y sobre el posible impacto de esta política. Por lo anterior, las autoridades económicas se ven obligadas a incorporar en el diseño de su política los efectos que estas expectativas tienen sobre el comportamiento de los agentes.

⁶ Teoría relacionada principalmente por Robert Lucas y Thomas Sargent: la hipótesis de las expectativas racionales implica que los individuos no comenten errores sistemáticos en la formación de sus expectativas.

⁷ Se emplea el término de “teoría positiva” para resaltar el hecho de que se está adoptando un enfoque descriptivo de lo que es y se observa como fenómeno inflacionario, a diferencia de enfoques “normativos”, que contiene juicios implícitos del valor acerca de lo que debería ser.

Otra teoría que relaciona la inflación con las expectativas del público es la teoría de las *expectativas adaptativas*. Las expectativas son adaptativas si se basan en la conducta pasada de la inflación. De esta manera, si los agentes económicos consideran que la inflación futura será igual a la anterior, los salarios actuales por ejemplo, reflejará la inflación pasada y las tasas de inflación solo variará gradualmente. Si para la fijación de los salarios solo es importante la inflación esperada, quizá un cambio radical de la política que altere las expectativas también puede alterar rápidamente la tasa de inflación.

5.3. El círculo vicioso de la devaluación-inflación

Cuando se estudia la inflación, se puede observar que esta variable tiene gran relación con la flexibilidad cambiaria, y que en gran medida una posible depreciación o devaluación de la moneda puede ir acompañada de un fenómeno inflacionario, alimentándose así un constante círculo entre ambas variables.

El foco de análisis de este fenómeno se centra en determinar el conjunto de causas y circunstancias, que pueden conducir una economía a un proceso de reforzamiento mutuo y acumulativo de devaluación e inflación. La hipótesis de dicho círculo vicioso establece que en el contexto de tipos de cambios flexibles una perturbación inicial puede desencadenar un proceso en el que la devaluación del tipo de cambio se transmite aceleradamente hacia los precios internos y esta inflación interna, a su vez, retroalimenta posteriores devaluaciones. Es observable entonces un nexo directo entre

flexibilidad cambiaria e inflación, cuando el gobierno actúa bajo una política de preservación del tipo de cambio real. Pero también cuando por razones estructurales de una economía es propensa a esta dinámica de reforzamiento acumulativo, un régimen flexible puede conducir a un mayor nivel de inflación que un régimen fijo.

La discusión sobre las razones de del círculo vicioso tiene dos factores a observar. Por un lado se debe analizar como y por que razón un proceso de ajuste puede crear o desencadenar una dinámica de reforzamiento acumulativo de devaluación e inflación, y por otro lado se ha planteado el tema si el régimen cambiario tiene alguna incidencia en la aparición de dicho proceso acumulativo.

Una primera hipótesis formulada del círculo vicioso se ha basado en la creencia de que sistemas cambiarios flexibles tienen propensión intrínseca a generar inestabilidad. Según esta teoría, la principal explicación de la inestabilidad es a causa del carácter financiero del mercado cambiario. Esto es, porque los mercados financieros son mercados de compra y venta de activos financieros sumamente sensibles, ya que los precios responden de forma instantánea frente a desequilibrios, a diferencia de los mercados laborales y de bienes y servicios. Asimismo, los precios de los activos financieros, entre los cuales el principal es el tipo de cambio, reaccionan con antelación en función de las expectativas de los agentes económicos y financieros. Si existe una expectativa de aumento de precio, salarios o de la masa monetaria, inmediatamente puede reflejar en el precio de la divisa. Entonces, esta devaluación anticipada, a su vez, genera presiones al alza en

el mercado laboral e incrementa el costo del componente importado, lo cual termina convirtiéndose en una expectativa autocumplida. Por otro lado, la poca flexibilidad en el corto plazo de los precios de los mercados reales como la sensibilidad del mercado financiero a las expectativas hacen recaer en una primera instancia, todo el peso del ajuste sobre el tipo de cambio. Para compensar la lentitud del ajuste de los mercados reales, el tipo de cambio sufre un overshooting o sobreajuste para restablecer temporalmente el equilibrio entre oferta y demanda.

La segunda teoría se centra en las características o posibles determinantes que hace que el proceso de ajuste se desvíe a una esfera inflacionaria. En este enfoque, la razón central del círculo vicioso es que la política monetaria reacciona en forma “acomodaticia” frente a la presión devaluacionista. Por ejemplo, un incremento de la base monetaria de una vez, sin un plan por parte de las autoridades monetarias para acomodar dicho incremento, inducirá a una reducción en una primera fase de la tasa de interés doméstica, salida de capitales y depreciación de la moneda local. Entonces, la depreciación seguirá hasta que la mejoría en saldo de la cuenta corriente se equipare con la salida de capitales. El resultado provisional será una mejoría de la de la balanza comercial y del nivel de empleo. En una segunda fase, los salarios y los precios reaccionan frente al deterioro real que ocasiona la depreciación cambiaria a través del incremento de los precios locales de los bienes importados. Por lo tanto crecientes presiones inflacionarias se hacen persistentes en el traslado hacia la demanda de bienes y servicios locales, y hacia el lado de la oferta por el encarecimiento del componente importado y la elevación del salario real. En la medida en

que los precios domésticos aumentan, la mejoría inicial de los precios relativos se revierte, la cuenta corriente se deteriora, el empleo cae y el tipo de cambio continúa depreciándose, entrando de esta manera la economía en una situación de estanflación. En una tercera fase, el efecto deflacionario de la caída del ingreso real y del empleo restituyen el equilibrio real inicial, que se alcanza cuando los precios, incluyendo el de la moneda doméstica, se han ajustado a un nuevo nivel estacionario.

Para que la dinámica de ajuste restituya el equilibrio inicial en la tercera fase, es necesario que la política monetaria se inhiba de interferir en el mecanismo de ajuste deflacionario, cuando el desempleo es alto y la inflación comienza a disminuir. Otra condición necesaria es que los precios y salarios sean suficientemente flexibles hacia abajo como para permitir que el mecanismo deflacionario funcione. Pero puede suceder que esa flexibilidad no este presente o que el nivel de desempleo sea tan alto, que la autoridad monetaria se vea comprometida a tener que “acomodar” las presiones inflacionarias iniciales mediante expansiones monetarias adicionales. Este es el momento en que la dinámica del círculo vicioso comienza a actuar. La probabilidad de la aparición del comportamiento acomodaticio de las autoridades monetarias será mayor, cuanto mas importancia relativa tenga el objetivo del empleo dentro de la función de preferencia de las autoridades o cuanto mas rígido sean los precios y salarios. Esta rigidez dependerá a su vez, de condiciones estructurales del mercado laboral (legislación laboral, poder sindical, etc.) o de la existencia de mecanismos inerciales de fijación de precios.

Por otro lado, existen otras teorías como las de Bilson (1979) y Bond (1980), que afirman que la flexibilidad cambiaria por si sola no suele ser responsable de causar el círculo vicioso, y reconocen que la volatilidad del mercado cambiario puede convertirse en el factor inicial del proceso. Argumentan, sin embargo, que en algún momento del proceso dinámico hacia el equilibrio el tipo de cambio comenzará a apreciarse y los precios deberán retroceder, poniendo fin de esta manera al círculo vicioso. Solamente si los precios y salarios ofrecen resistencia a la baja y si las autoridades monetarias valida la espiral inflacionaria con las políticas acomodaticias, será posible que el círculo vicioso que se inició en el mercado cambiario volátil pueda continuar indefinidamente.

Muchas pueden ser las condiciones que hacen más propensa una economía al reforzamiento mutuo entre la devaluación e inflación. En primer lugar, si la elasticidad de la demanda de dinero a la tasa de interés es baja, será necesaria una caída de la tasa de interés en la primera fase, y, consiguientemente una depreciación mayor del tipo de cambio. En segundo lugar, si las elasticidades del producto interno y de la cuenta corriente al tipo de cambio son bajas, mayor deberá ser la depreciación del tipo de cambio para generar la misma expansión del producto y la misma mejoría del saldo de la cuenta corriente en la primera fase. En tercer lugar, cuanto mayor sea la apertura de la economía, lo cual suele coincidir con el tamaño del país, mayor será el impacto inflacionario de la devaluación y mayor será la necesidad de caída de los saldos reales para restablecer el equilibrio monetario en la tercera fase.

Otra característica estructural que pudiera facilitar la aparición del círculo vicioso es la endogeneidad de la política monetaria. Aún cuando pueden darse casos de políticas acomodaticias de manera autónoma, la relación devaluación-inflación encuentra el punto propicio en los casos en los que la oferta monetaria tiene carácter predominantemente endógeno. Ello es especialmente relevante en el caso de economías con sectores públicos superavitarios en divisas, cuya gestión fiscal tiene un significativo impacto monetario de carácter endógeno.

CAPÍTULO III

DESARROLLO

1. POLÍTICA MONETARIA EN VENEZUELA

1.1.- PROGRAMA MONETARIO 1999-2002

Período	Objetivos de política monetaria	Meta Monetaria Intermedia	Instrumentos de política monetaria	Escenarios
1999	Reducción de la tasa de inflación Sostenibilidad del Tipo de Cambio Nominal	Crédito Interno Neto	Colocación primaria de Títulos de Estabilización Monetaria (TEM) Operaciones de Mercado Abierto (OMA) Subastas de Compra con pacto de reventa (REPOS)	Intervención el mercado cambiario: Bandas Cambiarias
2000	Reducción de la tasa de inflación Sostenibilidad del Tipo de Cambio Nominal	Crédito Interno Neto Dinero Base	Venta de Divisa	Bandas Cambiarias Flotación de Tasas de Interés
2001	Reducción de la tasa de inflación Sostenibilidad del Tipo de Cambio Nominal	Crédito Interno Neto	Venta de Divisa	Bandas Cambiarias Flotación de Tasas de Interés
2002	Inflación	Dinero Base	Venta de Divisa Operaciones de Mercado Abierto	Abandono de Banda Cambiarias Flotación del Tipo de cambio y Tasa de Interés

1.2.- POLÍTICA MONETARIA EN VENEZULA 1999-2002

El año 1999, se caracterizó por ser un período con un ambiente de volatilidad en las expectativas de los agentes económicos a causa de la incertidumbre acerca de la orientación de la política económica a ser ejecutada por las nuevas autoridades gubernamentales, por tal motivo, dichas autoridades debían enfrentarse a un programa monetario que aumentara la certidumbre a los agentes económicos, y que mejorara las expectativas de los mismos.

Para este período, la autoridad monetaria se orientó fundamentalmente al objetivo de reducir la tasa de inflación a un nivel inferior al registrado en el año anterior. Con este propósito, la política monetaria tuvo carácter contractivo, tratando así de reducir los excesos de liquidez presentes en el sistema y de preservar la demanda de activos financieros en moneda nacional, como una manera de moderar las expectativas de inflación y de depreciación. De esta manera, la intervención del Banco Central en el mercado de dinero se basó principalmente en la colocación primaria de Títulos de Estabilización Monetaria (TEM), mediante el mecanismo de subastas. Otros mecanismos de intervención en el mercado monetario que utilizó el central fueron las Operaciones de Mercado Abierto (OMA), introduciendo las Subastas de Compra con pacto de Reventa y viceversa (REPOS) y las subastas de recompra y compra de títulos emitidos tanto por el BCV como por el gobierno.

Asimismo, acordó unificar los niveles de requerimientos de encaje para el sistema bancario, elevando gradualmente la tasa de encaje legal aplicada al Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo, y por otro lado disminuir en dos oportunidades la tasa de interés que cobra en sus operaciones de redescuento y anticipo y tomar acciones con el fin de obtener una reducción de la tasa de interés.

Para el año 2000, el Banco Central de Venezuela siguió centrándose en la creación de condiciones que contribuyeran al logro de la meta de reducción o estabilización del índice de inflación. En base a este objetivo el Central, utilizó como estrategia antinflacionaria la utilización del tipo de cambio como ancla nominal de los precios bajo un esquema de bandas cambiarias.

Las acciones del primer semestre de este año, se caracterizaron por ser un periodo donde el BCV manejó una estrategia monetaria expansiva con el objetivo de disminuir y eliminar el saldo en circulación de los Títulos de Estabilización Monetaria. El segundo período o semestre la política monetaria manejada por las autoridades del central tuvo un corte neutral, limitando el BCV sus intervenciones en el mercado de dinero a operaciones puntuales de asistencia crediticia al sistema bancario. De igual manera, el instituto emisor no utilizó las operaciones de mercado abierto como instrumento de control monetario, siendo la venta de divisas el principal mecanismo de ajuste del mercado de dinero con el fin de alguna manera neutralizar en parte la tradicional acción expansiva que generan las operaciones financieras realizadas entre el Gobierno Central y PDVSA.

Cabe destacar que en este período el dinero experimentó una importante inyección de liquidez en el mes de noviembre a causa de la decisión del Gobierno Central de ejecutar una fracción de su gasto interno con cargo a las utilidades recibidas del BCV en el mes de agosto del 2000. Igualmente para este año, el Central utilizó como estrategia monetaria en el mes de junio el inicio de las operaciones de subasta o de compras con pacto de reventa de bonos de la Deuda Pública Nacional o *repos*.

Nuevamente en el año 2001, el objetivo principal en cuanto a política monetaria se refiere fue coadyuvar la consecución del objetivo de inflación programado para el año. De esta manera a la política cambiaria se le asignó la función de lograr la mayor estabilidad posible del tipo de cambio por medio de una ancla nominal de la inflación, mientras que la política monetaria atendió al logro de mantener un nivel de reservas adecuadas para así lograr estabilidad el tipo de cambio. De esta manera, la política cambiaria continuó sustentándose en el mantenimiento del sistema de bandas de flotación.

Para este período, la política monetaria se aplicó con una orientación más dinámica en relación a los años 1999-2000, al hacer uso más intenso de los instrumentos de política utilizados por el Central. Una de las actuaciones del BCV en el mercado monetario se aplicó en el segundo trimestre del año, al modificarse el criterio para establecer la tasa de interés cobrada a las operaciones de asistencia crediticia, con el objetivo de ayudar a la reducción de la tasa de interés activa promedio de la banca. Para el mes de mayo el instituto emisor comenzó la realización de operaciones de

mercado abierto colocando títulos de la Deuda Pública Nacional mantenidos en su cartera, mediante la modalidad de Repos o acuerdos de venta con pacto de recompra. La importancia de este hecho, es que estos instrumentos se caracterizan por ser efectivos en la absorción temporal de liquidez y poseen la ventaja de que el costo de la política monetaria para el instituto es compensado por el premio (intereses) que generan los títulos, con lo que se elimina el efecto monetario que causan estas operaciones, en la medida en que los intereses sean igual o menor al cupón asignado a los títulos. La colocación de estos Repos se realizó bajo la modalidad de subastas competitivas, dirigidas al mercado interbancario de fondos, y no competitivas orientadas a propiciar la participación del resto de los agentes financieros (casas de bolsa) al adjudicarle como rendimiento de estas últimas la tasa resultante de la subasta competitiva. Dada estas características, la tasa de rendimiento de los Repo al tiempo que se convierte en la tasa de referencia del mercado de dinero, puede ser una señal para incrementar la remuneración de ahorro interno.

Asimismo, el Banco Central tuvo que tomar otras medidas en materia cambiaria, ya que este año se caracterizó igualmente por una fuerte presión el mercado cambiario, donde dicha institución debió vender un mayor volumen de divisas a fin de preservar la función de esta variable como ancla nominal de los precios. De alguna manera, el BCV decidió incrementar en el mes de agosto el coeficiente de encaje legal para los depósitos del sector público de un 17% a un 30% del total de estos depósitos, y, adicionalmente, a partir del mes de septiembre, el instituto reabrió la mesa de dinero colocando certificados de depósitos (CD) con la

finalidad de ofrecer alternativas de inversión en activos financieros domésticos.

Para este tercer trimestre del año 2001, el BCV requirió manejar los niveles de liquidez del sistema, ya que la gran demanda de divisas generó en algunos casos situaciones transitorias de iliquidez en el mercado de dinero, aspecto que manejo mediante el otorgamiento de asistencia crediticia al sistema bancario, a fin de evitar presiones adicionales sobre la estructura de las tasa de interés y poder así garantizar la fluidez del sistema de pagos. Sin embargo, continuó la demanda de divisas y en especial en el mes de diciembre en el mercado cambiario, lo que obligó a la institución monetaria a aplicar una estrategia monetaria dirigida a mantener la estabilidad del tipo de cambio mediante el aumento de la tasa de redescuento como vía para restringir el acceso a la liquidez inmediata, y propiciar de esta manera el alza de la tasa pasiva como incentivo para fomentar el ahorro interno.

El año 2002, se caracterizó por ser extremadamente complejo en lo que se refiere al manejo de la política monetaria. Para el 13 de febrero del mencionado periodo, entró en vigencia el sistema de libre flotación del tipo de cambio en sustitución del *crawling peg* o régimen de bandas cambiarias. Este nuevo régimen se adopta a consecuencia de la gran presión observada en el mercado cambiario desde el mes de agosto del año 2001 y fue la alternativa considerada por las autoridades monetarias como la más viable, ya que podría permitir mantener un nivel objetivo de reservas

internacionales, y efectuar la corrección del nivel de equilibrio del tipo de cambio real.

De esta manera, la modificación de régimen cambiario trajo como consecuencia que el BCV tuviera un mayor grado de maniobra en el uso de sus instrumentos. Aunado a este hecho, se encontraba la necesidad de una mayor disciplina fiscal que interactuara consistentemente con la política monetaria.

Como parte de las medidas que el BCV consideró necesarias para el manejo de este nuevo régimen cambiario se acordó aplicar una estrategia monetaria flexible que combinara elementos del enfoque de agregados monetarios con el de las metas de inflación, con el propósito de crear las bases que facilitarían la aplicación en el mediano plazo de un esquema de metas de inflación objetivo. La estrategia monetaria flexible consistió en la definición de un corredor monetario para el dinero base, asignándole a este agregado una trayectoria central acotada dentro de un sistema de bandas. La variable intermedia se establece como un rango para el dinero base, en lugar de un valor específico, con la finalidad de otorgarle mayor flexibilidad al ajuste de la tasa de interés. La variable operativa se define como la tasa de interés a corto plazo del mercado de dinero determinada en función del dinero base y de la evaluación permanente de un conjunto de indicadores monetarios, cambiarios, de actividad económica y de expectativas. De igual manera, se introdujo la modalidad de intervención con operaciones de mercado abierto con tasas de interés preestablecidas y montos abiertos realizadas a través de operaciones de absorción como venta

de títulos con pacto de recompra y se dio inicio a la realización de operaciones de inyección (compra de títulos con pacto de reventa).

De acuerdo al régimen de flotación adoptado, otra maniobra del BCV fue suministrar un monto determinado de divisa al mercado cambiario a través de subastas diarias.

1.3.- RESULTADO EN LAS VARIABLES ESTUDIADAS

CUADRO I

**Índice de Precios al
Consumidor
(1999-2002)**

Año	Índice general	%Variación anual
1999	181,6	20
2000	206	13,4
2001	231,3	12,3
2002	303,5	31,2

Fuente: Banco Central de Venezuela.

El cuadro número uno (1) presenta las cifras de la inflación en Venezuela entre los años 1999-2002 medida por el IPC (Índice General del Nivel de Precios), y el gráfico número uno plasma la variación de dicho índice. Se puede evidenciar que entre los años 1999 y el 2001, hubo una constante disminución de los niveles de inflación. Cabe destacar (aunque

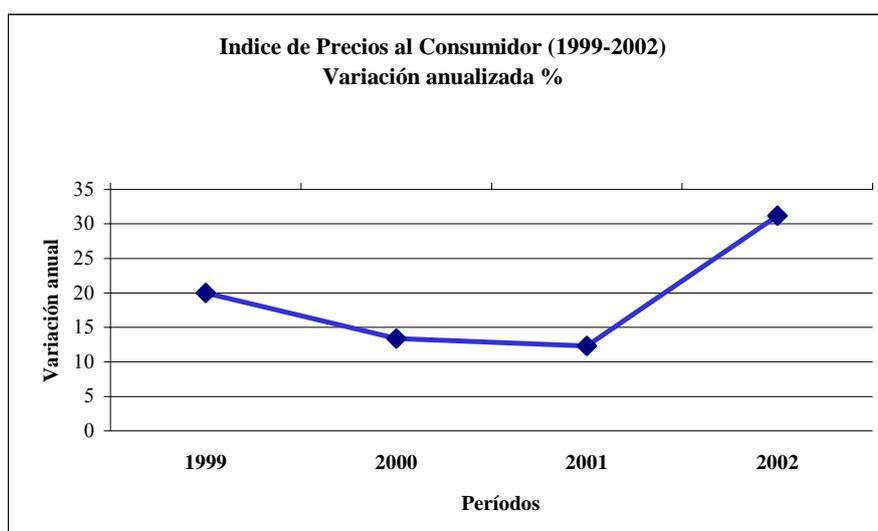
no se aprecia en el cuadro el año 1998) que el IPC registrado en el año 1999 fue de 20%, lo que representa una reducción de 9.9 puntos porcentuales a la observada en el año 1998 (29,9%).⁸ Por otro lado las autoridades monetarias tenían previsto como meta inflacionaria para el año 2000 entre un 15% y un 17%, obteniendo para dicho período un variación porcentual de 13,4 puntos, los que representa 1,60 puntos porcentuales por debajo de límite inferior de dicha meta establecida. De igual manera, para el año 2001, dichas autoridades establecieron como meta un índice de inflación por el orden del 12%, donde de obtuvo un 12,3%, lo que significa un 0,3% por encima del objetivo. Así, se puede afirmar que la orientación de carácter contractivo que tuvo la política monetaria con el objetivo de abatir la inflación tuvo efecto para los tres primeros años estudiados, bajo un régimen de bandas y anclaje cambiario.

Por otro lado, vale mencionar que para dichos períodos mencionados 1999-2001, donde se logró estabilizar y en algunos casos reducir el nivel de inflación, la demanda agregada y el nivel de inversión en el país estaban sufriendo una importante disminución en sus cifras, que aunque no es tema de estudio en la presente investigación, es un hecho muy importante a resaltar, ya que el consumo disminuye, y por este factor también pueden estancarse los precios, ya que como bien se sabe una reducción de la demanda de bienes y servicios puede traer como consecuencia una disminución en los precios.

⁸ Ver indicadores estadísticos del BCV.

Seguidamente, para el año 2002, se puede apreciar un importante incremento en el IPC a comparación de los años anteriores. Esto se explica porque entre los años donde se observa una inflación controlada, se implementó el régimen de bandas cambiarias con un anclaje del tipo de cambio, pero entre los años 2001 y el 2002 hubo un gran gasto fiscal y una gran demanda de divisas, lo que hizo imposible mantener la estabilidad del tipo de cambio ya que para poder manejar este tipo de régimen como lo es el *crawling peg*, el gobierno central debe tener una gran disciplina fiscal. Por lo tanto para el año 2002, se abandona el régimen de bandas a consecuencia del mencionado exceso de gasto y ataques especulativos contra la moneda local, y ya las autoridades monetarias no pueden mantener la inflación por medio del control del tipo de cambio.

GRÁFICO I



CUADRO II

Comparación variación de M2-Inflación

(1999-2002)

Periodo	Tasa de crecimiento del M2	Var. Anual del IPC
1999	19,95	20,00
2000	27,81	13,40
2001	4,25	12,30
2002	15,30	31,20

Fuente: Banco Central de Venezuela.

El cuadro número II muestra las cifras de la variación del M2 (liquidez monetaria) y la variación del IPC para los años 1999-2002, igualmente el gráfico número II plasma las comparaciones de dichas variaciones.

Es posible observar en el gráfico II cómo hubo un crecimiento de la liquidez monetaria M2 en el año 1999 en un 19,95% en relación al periodo anterior, aunque las autoridades monetarias tuvieron una política contractiva a fin de reducir los excedentes de liquidez presentes en el sistema. Esto se puede explicar porque el uso de instrumentos restrictivos de liquidez como los TEM y las subastas de compra con pacto de reventa y viceversa (REPOS) y las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) emitidos por el BCV fueron utilizados sólo en el primer semestre, y en el

segundo semestre, la corrección de sustentó principalmente en la intervención del mercado cambiario, en tanto que las OMA se limitaron a la corrección puntual de los referidos desequilibrios. Según informes del BCV, el cambio en la instrumentación de la política tuvo la finalidad de moderar los costos que sobre el sector real y bancario que habría causado el seguimiento de una política monetaria más restrictiva, dado el contexto recesivo que continuaba imperando en la actividad económica.

Para el año 2000, el Central se enfocaría en la utilización del tipo de cambio como ancla nominal de los precios, como medida para logra la meta de inflación establecida. De esta manera, el BCV mantuvo una activa presencia en el mercado cambiario, en vez de utilizar los instrumentos de política monetaria como en el año 1999, lo que permitió garantizar la estabilidad del tipo de cambio, a la vez que corrigió los desequilibrios del mercado monetario. Se puede evidenciar que esta estrategia de política obtuvo logros importantes a lo largo del año, puesto que se logró una tasa de inflación acorde con el esperado. Sólo para el segundo semestre del 2000, el central utilizó los Repos como instrumento de política monetaria, y fue para asistencias puntuales de liquidez en el mercado bancario. Asimismo, hubo una importante inyección de liquidez en el mercado de dinero para el mes de noviembre asociada, entre otras causas a la decisión del gobierno Central de ejecutar una fracción de su gasto interno con cargo a las utilidades recibidas en el mes de agosto del año anterior. De esta manera, se puede apreciar que continua el incremento en la liquidez monetaria, pero de igual manera la inflación sigue disminuyendo.

El año 2001, muestra una reducción favorable en los niveles de inflación, y una reducción muy significativa a comparación del período anterior del M2. No obstante, se evidenció una fuerte desmonetización en el mercado cambiario, lo cual determinó una discreta expansión de los agregados monetarios en términos nominales al cierre del 2001 en comparación con la experimentada en años anteriores; expansión producida fundamentalmente en virtud del mayor gasto interno ejecutado por el gobierno central y PDVSA en los últimos meses del año. De esta manera, el crecimiento de liquidez monetaria de 4,6% resultó inferior en 26,6 puntos porcentuales al registrado en el 2000.

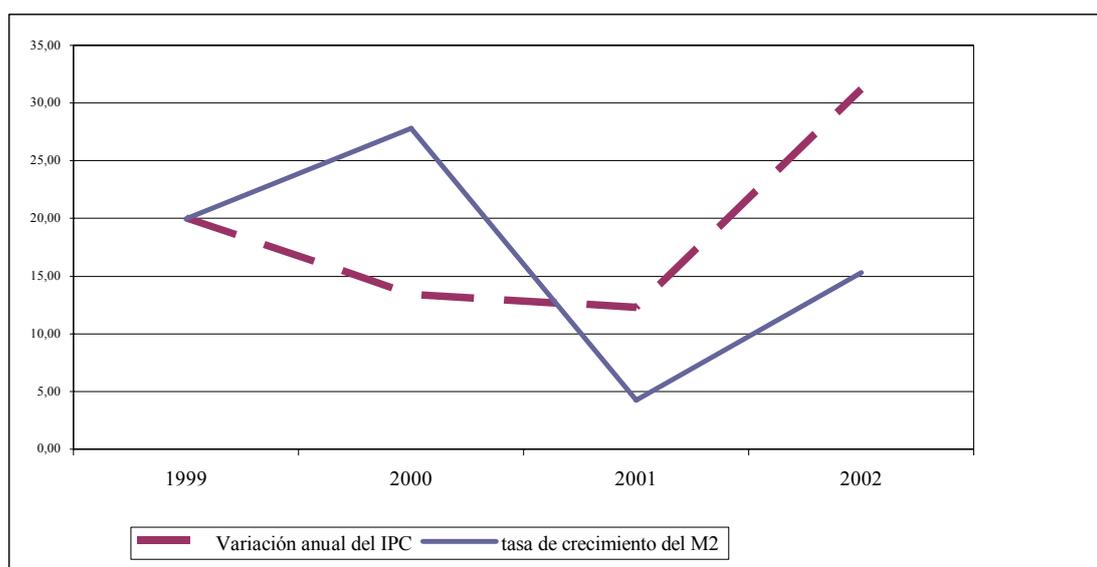
Cabe destacar que la demanda de dinero medida por el comportamiento de la liquidez monetaria M2 en términos reales experimentó una caída de 7% desde diciembre del año 2002 hasta el cierre del año 2001, hecho asociado a la recomposición de cartera a favor de activos externos por parte de los agentes económicos.

Para el año 2002, se evidencia un incremento tanto en el M2 como en el IPC. Los agregados monetarios mostraron cambios como respuesta a la incidencia de las principales variables que afectan su comportamiento. En este sentido, la base monetaria experimentó un aumento de 18.9%, superior al registrado en el año anterior (11.9%) explicado por la incidencia monetaria expansiva ejercida por la gestión financiera interna del Gobierno central, PDVSA, y otras fuentes de expansión, las cuales contrarrestaron la importante incidencia contractiva que produjo la desmonetización vía cambiaria. El crecimiento de la base se concentró en diciembre, cuando la

demanda de efectivo se incremento significativamente por motivos de precaución. Asimismo, existió una gran perturbación igualmente en los precios a causa del cambio de régimen cambiario, el cual trajo un choque negativo de oferta que se reflejo en la fuerte depreciación cambiaria, aunque para el año 2002 la inflación cerró ligeramente por encima de lo anunciado por las autoridades monetarias, pero inferior al esperado por los agentes económicos. Cabe señalar, sin embargo, que el proceso inflacionario estuvo contenido por la importante contracción de la demanda de bienes y servicios observada en el año, lo cual moderó en cierta medida el ajuste del tipo de cambio en los precios.

GRÁFICO II

Comparación variación de
M2-Inflación
(1999-2002)



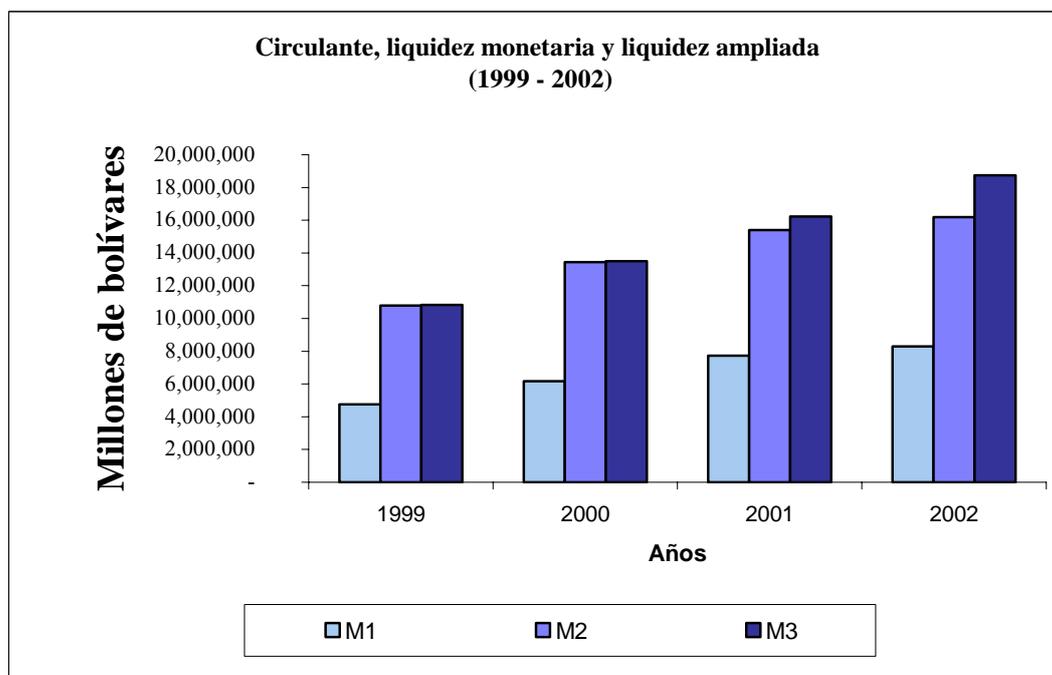
A simple vista, se puede observar que la evolución de la inflación no tuvo una relación directa con la liquidez monetaria, es decir que la fluctuación de dicha variable no se vio afectada por los niveles de M2 en la economía. Esto se puede afirmar al apreciar la trayectoria de ambas curvas, las cuales demuestran que no tuvieron variaciones iguales en el transcurso del periodo estudiado, y que no hubo una fuerte dependencia entre los niveles de liquidez e inflación.

CUADRO III

CIRCULANTE, LIQUIDEZ MONETARIA Y LIQUIDEZ AMPLIADA
(Saldos en millones de bolívares)

	1999	2000	2001	2002
Monedas y billetes	1.145.813	1.447.618	1.688.350	2.283.779
Depósitos a la vista	3.599.070	4.720.741	6.030.376	6.188.288
Circulante (M1)	4.744.882	6.168.359	7.718.726	8.292.066
Depósitos de ahorro	3.391.981	3.988.329	4.397.820	4.120.629
Depósitos a plazo	2.649.285	3.298.926	3.281.541	3.786.862
Cuasidinero	6.041.265	7.287.254	7.679.361	7.907.491
Liquidez monetaria (M2)	10.786.147	13.455.613	15.398.092	16.199.557
Cédulas hipotecarias	55.814	57.289	69.914	31.795
Liquidez ampliada (M3)	10.841.961	13.512.902	16.231.351	18.744.219

GRÁFICO III



CUADRO IV

Evolución del tipo de cambio (1999-2002)

Periodo	Compra		Venta	
	Promedio del periodo	Último día hábil	Promedio del periodo	Último día hábil
1999	604,69	647,25	605,70	648,25
2000	678,93	698,75	679,93	699,75
2001	722,67	762,00	723,67	763,00
2002	1.158,93	1.397,75	1.160,95	1.401,25

Fuente: Banco Central de Venezuela.

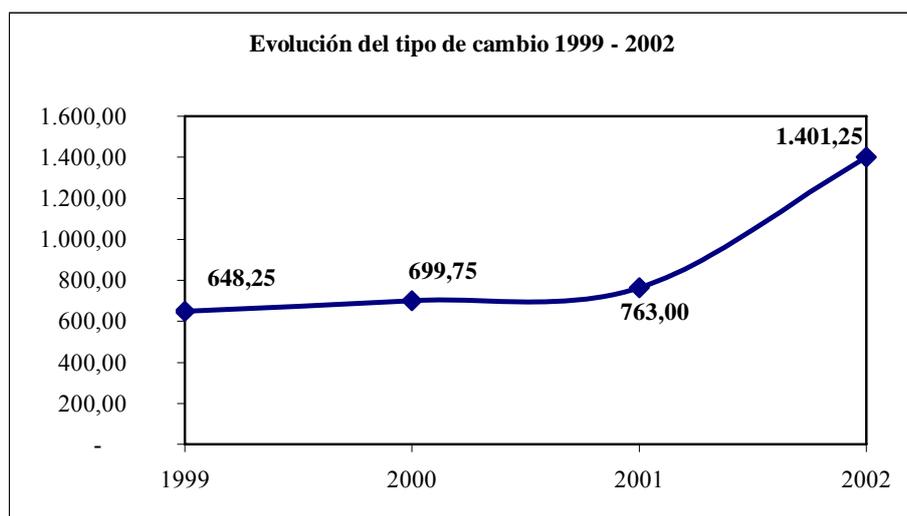
El cuadro número IV, muestra las cifras de cómo ha evolucionado el tipo de cambio en Venezuela, plasmado igualmente en el gráfico IV.

Para el año 1999, se observa un tipo de cambio de 605,70 Bolívares por Dólar estadounidense, lo que significó una variación con respecto al año anterior de un 14,84%. Para los años 2000 y 2001, se observa que hubo pequeñas variaciones del Bolívar respecto al Dólar americano en un 7,94% y un 9,04% respectivamente. Pero para el año 2001, se evidencia una gran variación sufrida por la moneda local, habiendo una depreciación del 83,65%.

Este fenómeno demuestra como el tipo de cambio nominal pudo estar controlado por el régimen de bandas cambiarias en los años en que el mismo fue implementado (1999-2001). Para el año 2002, esta estabilización

del tipo de cambio nominal culmina al desmantelarse el *crawling peg*, donde ya el tipo de cambio no se mantendría a un anclaje nominal, y fluctuaría según el mercado. Al observarse una depreciación de la moneda en un 83,65%, se evidencia que el mercado no demandó la divisa local, y prefirió aumentar en gran cuantía la tenencia de la moneda extranjera, en este caso el Dólar estadounidense.

GRÁFICO IV



Si bien pudo haber sido necesario llevar la moneda a sus niveles reales (ya que encontraba sobrevaluada) y se hacía muy poco competitiva a nivel internacional, se pudo haber tomado las previsiones para que no se llegara a un shock tan fuerte, aún más, si una de las principales políticas por parte de las autoridades monetarias eran la preservación de la moneda y la estabilidad de los precios internos. Pero a causa de un gran gasto fiscal por

parte del Gobierno Central, y una existencia de expectativas sumamente pesimistas por parte de los agentes económicos, la estabilidad por medio del anclaje cambiario no pudo seguir llevándose. Asimismo, cuando los agentes económicos observan que los entes gubernamentales o el Banco Central no pueden tomar medidas para estabilizar fluctuaciones importantes de la moneda, las expectativas empeoran todavía más.

Lo anterior expuesto, demuestra la poca confianza de los agentes económicos en las políticas y en la economía venezolana, y la poca demanda de activos financieros locales.

CUADRO V

**Comparación Devaluación-Inflación
(1999-2002)**

Periodo	Último día hábil	Var. Tipo de cambio %	Var. Anual del IPC %
1999	648,25	14,84	20,00
2000	699,75	7,94	13,40
2001	763,00	9,04	12,30
2002	1401,25	83,65	31,20

Fuente: Banco Central de Venezuela.

El cuadro número V muestra la comparación de como han sido las variaciones en porcentaje de la devaluación y la inflación para el periodo

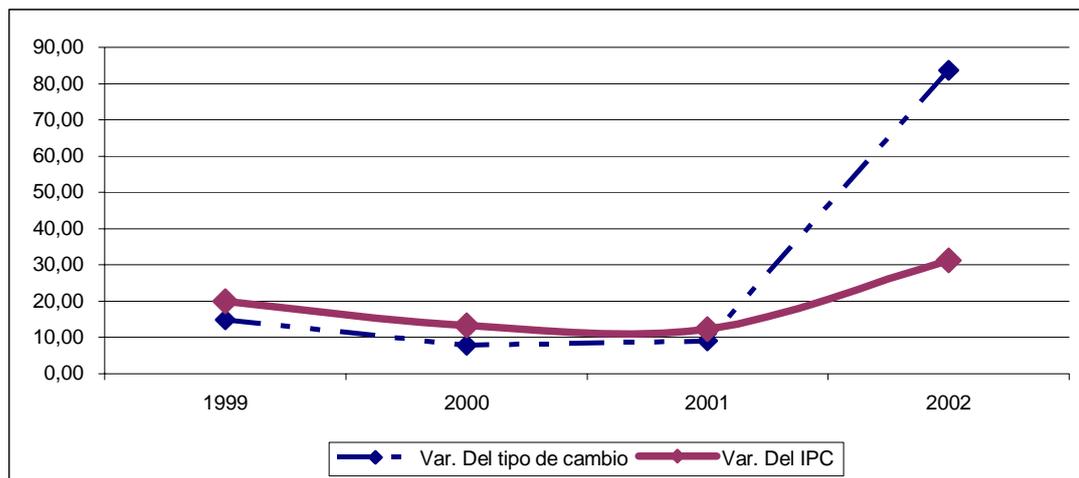
1999-2002. Asimismo, se puede apreciar en el gráfico V la trayectoria de dichas variables.

Es de observar como ha sido la evolución de la devaluación del Bolívar y la inflación, ya que se puede apreciar como desde 1999 hasta el año 2001, ambas curvas tenían una trayectoria similar. Para el año 2001 en adelante, ambas curvas tienen un sentido ascendente, siendo la del tipo de cambio la más pronunciada.

Este hecho refleja, que hubo una gran dependencia de la inflación con el tipo de cambio, donde se evidencia que la estabilidad de los precios estuvo determinada por la estabilidad que dio el anclaje nominal del tipo de cambio, y que cuando se dio por terminado el *crawling peg* para dar paso al régimen de libre flotación, el tipo de cambio tuvo un gran incremento del 83,65% para el año 2002.

GRÁFICO V

Comparación Devaluación-Inflación
(1999-2002)



1.4.- PERIODO RECIENTE: CONTROL DE CAMBIO AÑO 2003

Bajo un ambiente de gran tensión política durante el mes de diciembre del 2002, la principal fuente de divisas del país como lo es PDVSA es paralizada, siendo las expectativas de las agentes económicas sumamente negativas, existió una gran demanda de divisas, afectándose en gran medida la apreciación de la moneda local. Esto trae como consecuencia una depreciación de la moneda local a niveles muy altos, donde incluso llegó a estar por encima de los 1.600 Bolívares por Dólar americano. Asimismo, las Reservas Internacionales llegaron a niveles críticos, donde el Gobierno Nacional toma la medida de suspender el mercado de divisas el 21 de enero

de 2003, para días después anunciar un régimen cambiario de control de cambio.

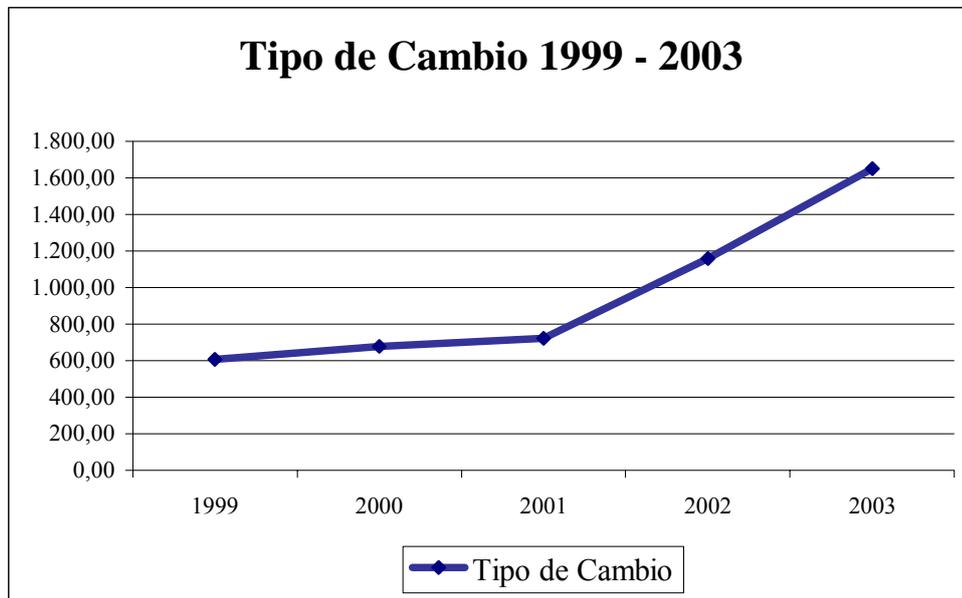
Si bien el control de cambio fue una medida tomada por una verdadera necesidad para defender las reservas internacionales y evitar otras posibles consecuencias como una crisis bancaria, la ineficiencia del ejecutivo convirtió al control de cambio en una verdadera parálisis cambiaria, donde se creó la Oficina denominada Comisión de Administración de Divisas (CADIVI), para la administración del nuevo régimen, y se fija el tipo de cambio en Bs./US \$ 1.596,00 para la compra, y en Bs./US \$ 1.600,00. El principal problema de esta “paralización cambiaria” es que ha congelado la venta de divisas para los distintos sectores económicos, convirtiendo la tramitación de la solicitud del dólar en una verdadera maquina burocrática-política, donde conseguir dicha moneda se convirtió en un imposible. Esto trae como consecuencia, que en una economía sumamente dependiente de los bienes importados para todos los servicios como lo es Venezuela, exista desabastecimiento, y un gran encarecimiento de dichos productos , porque al no haber la posibilidad de conseguir Dólares por medio de CADIVI, los empresarios e industriales se han visto en la necesidad de seguir comercializando sus productos con divisas transadas en un mercado paralelo, donde en la actualidad el tipo de cambio oscila entre 2.600 y 2.800 Bolívares por Dólar.

CUADRO VI

TIPO DE CAMBIO DE REFERENCIA (Bs./US\$)
(1999-2002)

PERIODO	COMPRA		VENTA	
	Promedio Del Período	Ultimo Día Hábil	Promedio Del Período	Ultimo Día Hábil
1999	604,69	647,25	605,70	648,25
2000	678,93	698,75	679,93	699,75
2001	722,67	762,00	723,67	763,00
2002	1.158,93	1.397,75	1.160,95	1.401,25
2003	1.648,07	1.596,00	1.651,77	1.600,00

GRÁFICO VI



CONCLUSIONES

En Venezuela, la política monetaria ha enfrentado, y aun enfrenta, una serie de limitaciones, y ha sido en gran parte a causa de la indefinición de las políticas económicas y/o la inconsistencia entre las mismas.

La política monetaria es uno de los factores claves para dirigir la política económica hacia los objetivos claves de la nación, como lo son mantener la estabilidad del tipo de cambio y los niveles de precios domésticos. Pero si no existe una programación concordante entre los entes gubernamentales que tienen responsabilidad o inciden directamente sobre las variables económicas con la programación monetaria, se puede esperar que no se logren los objetivos trazados. De esta manera, se ha podido observar, como este hecho ha sido una de las causas de que en Venezuela no puedan cumplirse los objetivos finales de mantenimiento del valor doméstico de la moneda, ni la estabilidad de los precios.

Si bien en el periodo estudiado se utilizaron instrumentos de política monetaria para controlar los niveles de liquidez, y se utilizó el anclaje nominal del tipo de cambio fluctuando entre bandas como efecto disciplinador con la finalidad de poder estabilizar el tipo de cambio y la inflación como objetivos finales de política monetaria, el hecho de que haya habido un gran gasto público por parte del Gobierno Central significó la inconsciencia de políticas para lograr dichos objetivos, y por ende el fracaso de dichas metas.

La elección del régimen cambiario está fuertemente condicionada a los resultados financieros del sector público; y los objetivos de política monetaria deben estar en concordancia con las características del esquema cambiario vigente. En particular, déficits fiscales recurrentes suelen constituir causa fundamental de desequilibrios que se acentúan cuando el gasto va acompañado de expansiones monetarias. Por esta razón, se puede considerar que en presencia de un alto gasto público por parte del Gobierno Central, mantener un tipo de cambio fijo o con la implementación de una banda o un *crawling peg* es inconsistente e ineficaz. Este hecho se puede evidenciar en el período estudiado, donde el intento de mantener la estabilidad del tipo de cambio se convirtió en inviable al ser el gasto público indisciplinado, aunado a unas grandes expectativas negativas por parte del público acerca de la credibilidad de las medidas económicas por parte del gobierno. La existencia de esta indisciplina fiscal, aumenta aun más las expectativas negativas por parte del público en un ambiente político ya bastante volátil, lo que trae como consecuencia un ataque especulativo contra la moneda local y una disminución en el nivel de las reservas internacionales.

Además de este hecho, existía una sobrevaluación de la moneda local, la cual había estado controlada nominalmente con las bandas cambiarias, factor que desajustaba de igual manera el equilibrio económico, y que implicaba un gran esfuerzo en Reservas Internacionales.

Asimismo, se evidencia que en parte del periodo estudiado (1999-2001) se obtuvo el logro de la estabilidad del tipo de cambio con pequeñas

variaciones anuales, y por ende la estabilidad de los precios domésticos. Por otro lado se observa que la inflación medida a través del Índice de Precios al Consumidor IPC, no tuvo una fuerte relación con el nivel de liquidez monetaria medida por el M2, sino que tuvo una fuerte relación de dependencia con la devaluación del tipo de cambio. De este hecho se concluye que en un país que basa sus ingresos en las exportaciones de petróleo y que tiene una gran necesidad de importaciones de distintos bienes y servicios, el factor devaluación desencadena en el factor inflación, y esto puede conllevar a su vez, si no se toman los correctivos, en un círculo vicioso entre la devaluación y la inflación, fenómeno que ha sido observado frecuentemente en Venezuela. Esto puede suceder porque en una economía donde existe una depreciación de la moneda, trayendo consigo la inflación, el impacto sobre el público puede ser sumamente duro y resesivo, y el gobierno en un intento de “acomodar” las presiones inflacionarias iniciales puede realizar expansiones monetarias adicionales, comenzando de esta manera el llamado círculo vicioso.

RECOMENDACIONES

- El Banco Central de Venezuela debe anunciar públicamente sus objetivos, para que los agentes económicos y el público conozca las principales metas económicas. Asimismo, debe publicar e informar los instrumentos a utilizar en el logro de dichos objetivos.
- El Banco Central de Venezuela debe tener autonomía y una política bien clara y definida orientada a procurar la estabilidad de precios y la apreciación de la moneda local. De igual manera, debe tener independencia de los instrumentos que utiliza.
- El Banco Central de Venezuela debe responsabilizarse de sus decisiones de política, y debe justificar sus actuaciones ante las instituciones legislativas el público en general.
- El Banco Central de Venezuela y el Gobierno Nacional deben instrumentar políticas concordantes con los objetivos buscados. De igual manera, deben organizar planes con la finalidad de fomentar la credibilidad de las políticas económicas, para establecer un ambiente de expectativas positivas por parte de los agentes económicos.

- El Gobierno Central junto con los entes gubernamentales responsables de la estabilidad económica y social, deben tener entre sus metas claves mantener un escenario político estable, para de esta forma frenar la salida de capitales y fomentar la inversión extranjera, con el objeto de conseguir de igual manera una estabilidad del tipo de cambio y apreciación de la moneda, mayores ingresos para la nación, e incremento del nivel de empleo.

- La política monetaria y fiscal deben manejarse en concordancia con el régimen cambiario aplicado en la economía.

- Con el objeto de obtener la estabilidad de precios y del tipo de cambio local, el Gobierno Nacional junto con el Banco Central de Venezuela, deben realizar un programa de ajuste y estabilización macroeconómica. Estos planes deben demostrar la intención y el compromiso por parte del Gobierno, BCV, y todos los organismos públicos que tengan implicación el desarrollo económico del país.

- El Gobierno Nacional, junto con el BVC y otros entes gubernamentales con responsabilidades económicas y sociales deben elaborar programas industriales y agrícolas con el objetivo de cambiar los problemas estructurales de Venezuela, en lo que se refiere a la manera de cómo genera los ingresos. Esto significa, que se deben hacer planes de nación donde se mejore la calidad y la cantidad de la producción interna, para de esta forma aumentar el autoabastecimiento y el nivel de las

exportaciones, lo que implicaría reducir el impacto que pudiera resultar de devaluaciones del tipo de cambio y consecutivamente la inflación.

GLOSARIO

BALANZA DE PAGOS: Cuenta del sector externo del sistema de Cuentas Nacionales, expresada en dólares, donde se registran las transacciones económicas de un país con el exterior. Entre estas se encuentran las transacciones de compra y venta de mercancías, los movimientos de capital y las transferencias. Además, sintetiza los cambios en la posición financiera de los residentes de un país frente a los no residentes. La Balanza de Pagos está compuesta por la Cuenta Corriente, por la Cuenta de Capitales, el movimiento en las Reservas Internacionales y un renglón donde se anotan los errores y omisiones.

BASE MONETARIA: Conocida también como dinero de alto poder expansivo; es el efectivo más las reservas que mantienen los bancos en el Banco Central. Este agregado monetario también se puede interpretar como el conjunto de obligaciones monetarias adquiridas por el Banco Central con el público en general y el sistema financiero.

CAMBIO DE DIVISAS: Servicio bancario consistente en la compra de billetes, cheques y otros documentos extendidos en moneda extranjera mediante conversión a moneda nacional, o viceversa.

CAMBIO DE MONEDA: Servicio bancario que consiste en el intercambio de billetes y monedas extranjeras por su equivalente en moneda nacional o a la inversa.

CAMBIO LIBRE: El que resulta de la libre oferta y demanda.

CAMBIO OFICIAL: El que se fija en forma impositiva por la autoridad monetaria.

CONTROL DE CAMBIO: Situación que ocurre cuando un gobierno regula las transacciones cambiarias, estableciendo un cierto tipo de cambio con el fin de controlar las entradas o salidas excesivas de capital en el país.

CUASIDINERO: Se define como los activos que dependiendo de su grado de liquidez podrían considerarse en alguna medida dinero. En Colombia, estos activos son los siguientes: los depósitos de ahorro en el sistema financiero, los certificados a término de los bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial y los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda.

DÉFICIT: Saldo que se produce cuando los pagos superan los ingresos. Se habla de déficit cuando al acabar un ejercicio se hace balance y el resultado es negativo.

DEPRECIACIÓN: modificación del tipo de cambio oficial que reduce el valor de la moneda nacional en relación con las monedas extranjeras y con su patrón metálico.

DESCUENTO: Procedimiento de cálculo del valor presente de unos o más pagos futuros, aplicando una tasa de interés. En terminología de la banca central, proceso de préstamos a los bancos comerciales

DEMANDA: Cantidad de un bien o servicio que están dispuestos los agentes económicos a retirar del mercado, en un período concreto y para unas circunstancias en el mercado dadas.

DINERO: Medio de cambio (pago) de aceptación generalizada; vale decir es cualquier cosa aceptada por todas las personas en pago de bienes y servicios.

DIVISA: Moneda extranjera referida a la unidad del país de que se trata.

ENCAJE: Aquella fracción del total de los depósitos recibidos por los bancos comerciales e instituciones financieras que son mantenidos como reservas en caja, con el fin de poder responder a los retiros de dinero que realicen los depositantes o a cualquier contingencia imprevista. Las reservas de encaje no pueden ser prestadas a terceras personas. En casi todos los países del mundo la ley obliga a los bancos o financiera puede mantener un encaje voluntario por sobre el encaje legal si lo desea.

ESTERILIZACIÓN: Operación mediante el cual un banco central a través de la venta de bonos al público puede anular los efectos de un incremento en la oferta monetaria.

MERCADO DE CAMBIO: Consiste en el mercado de compra y venta de las divisas de los demás países con respecto a la divisa del país local.

MERCADO DE DIVISAS: Es aquel que permite que la banca pueda comprar y vender billetes y monedas extranjeras (divisas), tanto para cubrir las operaciones comerciales como para fines especulativos de financiación, inversiones internacionales y de garantía.

MERCADO MONETARIO: En términos generales es un centro financiero donde se realiza la compraventa de letras de cambio, divisas y oro. También se denomina al mercado del dinero a corto plazo que utiliza como soportes efectos públicos o privados. Está reservado a los bancos y a las instituciones financieras. Es el lugar en el que los bancos comerciales se refinancian.

MULTIPLICADOR MONETARIO: Diferencia entre la base monetaria y la oferta monetaria, explicada por el proceso de creación de dinero dentro del sistema bancario. Este proceso no es más que la capacidad adicional de préstamos que reciben los bancos por las consignaciones de los individuos, que se traduce en un aumento de la liquidez de la economía.

OFERTA: precio que se paga por una cosa que se subasta o vende.

PARIDAD: Comparación de una cosa con otra por ejemplo o símil.
Igualdad o gran semejanza de las cosas entre sí.

BIBLIOGRAFÍA

Alvarez F., Dorta M., Guerra J., “Persistencia inflacionaria en Venezuela: Evolución, causas, e implicaciones”. Serie Documentos de Trabajo. Gerencia de Investigaciones Económicas. BCV. Versión junio 2000.

Belisario A., Ioyo E. y otros. “Modalidades de participación del BCV en el mercado Cambiario”. Cuadernos BCV, serie técnica, Febrero 1983/ Diciembre 1999.

Constitución Nacional de La Republica Bolivariana de Venezuela.

Dornbusch, Rudiger y otros. “Macroeconomía”, McGraw-Hill, Sexta Edición, 1995.

Fabozzi, Frank J. y Otros, “Mercados e Instituciones Financieras”, Prentice-Hall Hispanoamericana, S.A., Primera Edición, 1996.

Guerra, José y Pineda, Julio. “Trayectoria de La Política Cambiaria en Venezuela”, Banco Central de Venezuela. Vicepresidencia de Estudios, Febrero 2000.

Guerra J., Rodríguez P. y Sánchez G., “El mecanismo de transmisión de la política monetaria”. Cuadernos BCV serie técnica.

Krugman, Paul R, y Obstfeld, Maurice, “Economía Internacional Teoría y Política”, McGraw-Hill, Tercera Edición, 1995.

Ley de Banco Central de Venezuela, Banco Central de Venezuela, 2001.

Purroy Miguel I., “Inflación y Régimen Cambiario, Un enfoque de economía política”, Banco Central de Venezuela, Primera Edición, 1998.

Rivero E., “Un enfoque sobre la inflación en Venezuela: orígenes y soluciones”. Cuadernos BCV serie técnica.

www.bcv.org.ve

www.iesa.edu.ve

www.gacetafinanciera.com

www.veneconomia.com