AAQ 2024
TESIS
IF 2003
G37

CARACAS UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

INCIDENCIA DE LAS OPERACIONES DE VENTA-COMPRA CON PACTO DE RECOMPRA O REVENTA (REPOS) EN LOS NIVELES DE LIQUIDEZ COMO POLÍTICA APLICADA POR EL BANCO CENTRAL DE VENEZUELA (BCV) DURANTE EL PERIODO 2000-2002

HENRY LUIS GRATEROL KINGAN
C.I. N° 6.207.527
PROFESOR JOSÉ REQUENA

TRABAJO ESPECIAL DE GRADO PRESENTADO COMO REQUISITO PARA OPTAR AL TÍTULO DE ESPECIALISTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS MENCIÓN ANÁLISIS Y GESTIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

ABRIL 2003

ÍNDICE GENERAL

Pág.

DEDICATORIA
AGRADECIMIENTO

INTRODUCCIÓN

CAPITULO PRIMERO: EL PROBLEMA

1.1 Planteamiento del Problema..... 10
1.2. Objetivos de la Investigación..... 15
1.2.1 Objetivos Generales..... 15
1.2.2 Objetivos Específicos..... 15
1.3 Delimitación y Alcance de la Investigación..... 16

CAPITULO SEGUNDO: MARCO TEÓRICO

2.1. Antecedentes de la Investigación..... 17
2.1.1 Creación del Banco Central de Venezuela..... 19
2.1.2 Ambiente Dentro del Cual se Promulga la Ley del BCV..... 19
2.1.3 Inicio de las Operaciones del BCV..... 20
2.1.4 Razón Social y Objetivos del BCV..... 21
2.1.5 Antecedentes del Año 1999..... 22
2.1.5.1 Inflación..... 27
2.1.5.2 Política Monetaria..... 27
2.2 Bases Teóricas..... 35
2.2.1 La Efectividad de la Política Monetaria a Través del Modelo IS-LM..... 35
2.2.2 Enfoque Monetarista Sobre la Política Monetaria..... 39
2.2.3 Enfoque NeoKeynesiano Sobre la Política Monetaria..... 40
2.2.4 La Inflación y la Obligación de Dinero..... 41
2.2.5 Teoría Cuantitativa Moderna la Ecuación del Cambio..... 43
2.2.6 Algunos Elementos de la Teoría Cuantitativa del Dinero y su Vinculación con el Fenómeno Inflacionario..... 46
2.2.7 La Teoría de la Demanda de Dinero..... 49
2.2.8 Método Empleado en el Análisis de la Correlación de Dinero-Actividad Económica..... 51
2.2.9 Definición de Términos Básicos..... 59

Pág.

2.2.10 Índice de Precios..... 66
2.2.10.1 Definición..... 66
2.2.10.2 Componentes de un Índice de Precios..... 66
2.2.10.3 Información Básica del IPC..... 67
2.2.10.4 Principales Índices de Precios que produce el BCV..... 67
2.2.10.5 Índice de Precios al Consumidor..... 67
2.2.10.6 Índice de Precios al Productor..... 68
2.2.10.7 Índice de Precios al Mayor..... 68
2.2.10.8 Publicación de los Índices de Precios..... 69
2.2.10.9 Utilidad de los Índices de Precios..... 69
2.2.10.10 Recomendaciones para el Uso de un Índice de Precios..... 70
2.2.10.11 Interrogantes sobre el IPC..... 70
2.2.11 Otros Marcos Conceptuales: Política Monetaria..... 71
2.2.11.1 Definición..... 71
2.2.11.2 Objetivos de la Política Monetaria..... 71
2.2.11.3 Ayudar a la Estabilidad de Cambio..... 73
2.2.11.4 Contribuir a la estabilidad del Sistema Financiero y de Pagos de la Economía..... 74
2.2.11.5 Instrumentos de la Política Monetaria..... 76
2.2.11.5.1 Instrumentos de Carácter Selectivo..... 76
2.2.11.5.1.1 Fundamento Legal..... 76
2.2.11.5.1.2 Cómo Operan los Instrumentos de Carácter Selectivo... 78
2.2.11.5.2 Instrumentos de Carácter General..... 78
2.2.11.5.2.1 Operaciones de Redescuentos, Anticipos y Reporto..... 79
2.2.11.5.2.1.1 Fundamento Legal..... 79
2.2.11.5.2.1.2 Cómo Funcionan las Operaciones de Redescuentos, Anticipos y Reporto..... 80
2.2.11.5.2.2 Fijación de un Coeficiente Mínimo de Encaje Legal..... 82
2.2.11.5.2.2.1 Fundamento Legal..... 82
2.2.11.5.2.2.2 Cómo Opera el Coeficiente de Encaje Bancario..... 84
2.2.11.5.2.3 Control Administrativo de la Tasa de Interés..... 85
2.2.11.5.2.4 Persuasión Moral..... 86
2.2.11.5.2.5 Operaciones de Mercado Abierto (OMA)..... 87
2.2.11.5.2.5.1 Fundamento Legal..... 87
2.2.11.5.2.5.2 Cómo Funcionan las Operaciones de Mercado Abierto..... 87

Pág.

CAPITULO TERCERO: MARCO METODOLÓGICO

3.1. Tipo de Investigación..... 90
3.2. Diseño de Investigación..... 90
3.3. Instrumentos y Modelos Utilizados..... 91
3.4. Técnicas de Recolección de Datos..... 92
3.5. Técnicas de Presentación de Resultados..... 92
3.6. Técnicas de Análisis..... 93

CAPITULO CUARTO: PRESENTACIÓN, ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

4.1 Grafico N° 1 Liquidez Monetaria en Poder del Público. Año 2000..... 95
4.2 Análisis de la Liquidez Monetaria. del año 2000..... 96
4.3 Gráfico N° 2 Liquidez Monetaria en Poder del Publico. Año 2001..... 100
4.4 Análisis de la Liquidez Monetaria. del Año 2001..... 101
4.5 Gráfico N° 3 Liquidez Monetaria en Poder del Publico. Año 2002..... 104
4.6 Análisis de la Liquidez Monetaria. del Año 2002..... 105
4.7 Gráfico N° 4 Índice de Precios al Consumidor Año 2000..... 107
4.8 Análisis del Índice de Precios al Consumidor Año 2000..... 108
4.9 Gráfico N° 5 Índice de Precios al Consumidor Año 2001..... 110
4.10 Análisis del Índice de Precios al Consumidor Año 2001..... 111
4.11 Gráfico N° 6 Índice de Precios al Consumidor Año 2002..... 103
4.12 Análisis del Índice de Precios al Consumidor Año 2002..... 114
4.13 Gráfico N° 7 Evolución de la Tasa de Inflación. Año 2000-2002 115
4.14 Evolución de la Tasa de Inflación. Año 2000-2002..... 116
4.15 Gráfico N° 8 Operaciones de Venta con Pacto de Recompra y Compra con Pacto de Reventa Bonos DPN (REPOS) Absorción e Inyección Año 2000-2002..... 121
4.16 Gráfico N° 9 Operaciones de Venta con Pacto de Recompra y Compra con Pacto de Reventa Bonos DPN (REPOS) Subasta Competitiva y No Competitiva Año 2000-2002..... 122
4.17 Análisis de las Operaciones de REPOS Año 2000-2002..... 123
4.18 Gráfico N° 10 Relación Liquidez - IPC Año 2000-2002..... 125
4.19 Análisis de la Relación Liquidez-IPC Año 2000-2002..... 126

Pag.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Conclusiones..... 127
Recomendaciones..... 132

FUENTES REFERENCIALES

Fuentes Referenciales..... 134

DEDICATORIA

- *A **DIOS** Y A LA **VIRGEN DEL COROMOTO**, POR GUIARME, DARME FORTALEZA Y VOLUNTAD PARA SEGUIR ADELANTE.*

- *A MIS **PADRES**, **"LUIS Y NELLY"** POR HACERME ENTENDER QUE EN LA VIDA HAY QUE CUMPLIR METAS PARA LOGRAR EL CAMINO DEL ÉXITO Y POR RECIBIR SIEMPRE SUS BENDICIONES.*

- *A MIS **HIJAS**, **"ANA CAROLINA Y ODALYS CAROLINA"**, POR SER LA GRAN ESTRELLA QUE DIOS ME HA CONCEDIDO, MI GRAN INSPIRACIÓN, QUE LLEGARON A MI VIDA PARA ALEGRARME Y ENSEÑARME LO MARAVILLOSO QUE ES TODO CUANDO ESTOY A SU LADO.*

- *A MI **HERMANA, "MARIELA"**, POR SU CONFIANZA, PACIENCIA Y COMPRENSIÓN, MOTIVO POR EL CUAL ME IMPULSÓ A CULMINAR SATISFACTORIAMENTE MI CARRERA.*

- *A MI **FAMILIA**, EN ESPECIAL A MI **ABUELA "JULIA"** POR SU CARIÑO Y APOYO.*

- *A **MÍ**, POR NUNCA OLVIDAR QUE EN LA VIDA HAY QUE LUCHAR Y NO DETENERSE ANTE NADA CUANDO SE TIENE UNA META POR CUMPLIR.*

HENRY LUIS

AGRADECIMIENTOS

- *A LA **UCAB**, POR HABERME PERMITIDO FORMARME EN ESTA MÁXIMA CASA DE ESTUDIOS, Y EN ESPECIAL A LOS ESTUDIOS DE POSTGRADO POR DARME LAS BASES FUNDAMENTALES PARA LA ACTUALIZACIÓN DE MI CARRERA PROFESIONAL.*

- *A LOS **PROFESORES, "JOSÉ REQUENA Y GONZALO BELLO"**, POR DARME LA OPORTUNIDAD DE DESARROLLAR ESTE TRABAJO Y ORIENTARME HASTA SU CULMINACIÓN.*

- *A MI **AMIGO, "ECON. VICENTE JOSÉ LOMBARDO"** POR SU AYUDA, COLABORACIÓN, PACIENCIA Y ATENCIÓN PRESTADA.*

HENRY LUIS

INTRODUCCIÓN

El presente Trabajo Especial de Grado se encuentra referido al estudio de la incidencia de las operaciones de Compra–Venta con Pacto de Recompra o Reventa (REPOS) en los niveles de liquidez, como Política aplicada por el Banco Central de Venezuela (BCV) durante el período 2000–2002, siendo este el objetivo primordial de la investigación.

Convencionalmente se le atribuye al Banco Central la misión principal de preservar el valor interno y externo de la moneda. Es decir, evitar la inflación y asegurar la estabilidad cambiaria. Fácil escribirlo, pero no lograrlo. En parte, porque es necesaria una política fiscal consistente con estos objetivos, cosa en Venezuela poco frecuente. También, porque en ocasiones las autoridades monetarias caen víctima del ilusionismo: creen que su política produce su objetivo, cuando en realidad no es así.

Por lo tanto, se realiza la presente investigación en la cual se enfoca la ejecución de una política monetaria restrictiva, basada en las operaciones de REPOS; instrumento utilizado a partir del segundo semestre de 1999, para buscar controlar la liquidez que origina altos niveles inflacionarios, así como sustituir los Títulos de Estabilización Monetaria (TEM) que se encuentran en el mercado como mecanismo que tiene el BCV para ejercer el control monetario. Esta es la razón que condujo la realización de este Trabajo Especial de Grado.

Esta investigación aborda el tema al tratar sobre los efectos de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) a través de los REPOS durante el período 2000-2002. El estudio en cuestión va a mostrar en cierto modo el desempeño de la autoridad monetaria en materia de Política Monetaria, de conocida tendencia anti-inflacionaria en el sentido de la aplicación de los instrumentos antes mencionados, una vez conociendo el objetivo de los mismos y las razones para que fueran concebidos, como el de controlar la masa monetaria para moderar los ciclos económicos y así ayudar a reducir las presiones inflacionarias.

La base de este estudio es la Política Monetaria y la Macroeconomía, durante un período, que está provisto de situaciones coyunturales y desajustes Macroeconómicos, como lo es el efecto de la crisis financiera, el cambio del Bono Cero Cupón a los Títulos de Estabilización Monetaria (TEM), entrada en vigencia de una nueva Constitución, celebración de elecciones y un ambiente de agudas tensiones políticas, entre otros.

Es una investigación de tipo descriptivo y diseño documental, en la cual se recurrió al uso de bibliografía relacionada con el tema propuesto, que da a conocer la existencia de instrumentos implementados por la autoridad monetaria, orientados a reducir la aceleración de presiones inflacionarias y hace tomar en cuenta que combatir la inflación no es sólo responsabilidad del Gobierno Nacional, aunque éste tenga importante participación, si no que también el Banco Central de Venezuela realiza grandes esfuerzos a fin de diseñar estrategias eficientes en la implementación de la política anti-inflacionaria.

Para este estudio se han preparado cinco capítulos: en el primer capítulo se contextualiza y delimita el problema, los objetivos tanto generales como específicos, y la delimitación y alcance de la investigación. En el segundo capítulo se presenta el marco teórico, en donde se encuentran los antecedentes de la investigación y las bases teóricas. En el tercer capítulo se señala la metodología de la investigación. En el cuarto capitulo se presentan, analizan e interpretan los resultados de la investigación. Finalmente, se presentan las conclusiones y recomendaciones así como la bibliografía que fue utilizada en la investigación.

CAPÍTULO PRIMERO

EL PROBLEMA

1.1 Planteamiento del Problema

A partir de los años ochenta, se presentaron mayores desequilibrios macroeconómicos derivándose constantes déficit fiscales, presiones inflacionarias y la ruptura del largo período de cambio fijo que desde 1963 caracterizó a la economía venezolana. Es entonces cuando la política monetaria del Banco Central de Venezuela (BCV) adquiere mayor relevancia dentro de la política económica de Venezuela.

Para llevar a cabo esta política, el BCV dispone de instrumentos para ejecutarla, los cuales son conocidos como: Asistencia Crediticia, Operaciones de Mercado Abierto y Encaje Legal entre otros. Cada uno de ellos ha sido utilizado en diversas oportunidades en forma aislada o complementaria, dependiendo de las limitaciones o ventajas que ha presentado su aplicación efectiva en un momento dado; sin embargo, desde 1989 el BCV ha intensificado sus operaciones de mercado abierto, ya que estas operaciones pueden realizarse con la frecuencia necesaria para mantener el control de los niveles de liquidez, así como para indicar al sistema financiero las intenciones de la política monetaria.

En Venezuela las operaciones de mercado abierto se han realizado actuando el BCV como agente financiero del Gobierno y como autoridad monetaria, colocando títulos emitidos por el ente emisor, especialmente a

finales del año 89 donde surgen los llamados "Bonos Cero Cupón" colocados en el sistema bancario mediante subasta pública con periodicidad semanal, con acceso de bancos comerciales, sociedad financieras y casas de corretajes, los cuales canalizan sus recursos en estas inversiones. Por otra parte, es importante señalar que los eventos ocurridos desde 1992 hasta 1994 con sus consecuencias de inestabilidad en los mercados monetarios y cambiario, así como las expectativas inflacionarias generadas por el creciente déficit fiscal, llevaron al BCV a utilizar sus instrumentos más intensamente y diseñar nuevos mecanismos destinados a mejorar la eficiencia de la política monetaria. En este sentido, para complementar el mecanismo de subasta pública, el BCV creó la "Mesa de Operaciones de Mercado Abierto" con el fin de colocar bonos cero cupón a nivel diario, en caso de ser necesario, efectuará recompras anticipadas a fin de asistir financieramente a un instituto con problemas temporales de liquidez.

El BCV en su función de Agente Financiero del Gobierno, y para dar asistencia al Fisco Nacional, coloca Letras del Tesoro, ampliando sus operaciones de mercado abierto mediante la utilización de ese instrumento, así mismo, efectuó colocaciones de Bonos del Tesoro en el lapso de 1994-1995 destinados a obtener recursos para el pago de obligaciones por servicio de la deuda externa. Esta acción del Gobierno fue acompañada por el BCV mediante la suspensión temporal de la colocación de los Bonos Cero Cupón, para que los títulos emitidos por el otrora Ministerio de Hacienda no compitieran con los del BCV, y a la vez, reducir el saldo en circulación de estos Bonos.

Al culminar la colocación de los Bonos del Tesoro, el BCV retoma las Operaciones de Mercado Abierto con Títulos emitidos por el Instituto, en esta oportunidad, sin embargo, se considero conveniente sustituir los Bonos Cero Cupón con otros títulos para lo cual se crearon los Títulos de Estabilización Monetaria (TEM), que se diferencian de los primeros por colocarse a una tasa de interés y solamente mediante adjudicación directa en la Mesa de Operaciones de Mercado Abierto del BCV.

Durante el segundo semestre de 1999, el Directorio del Banco Central de Venezuela, con la intención de dotar al Instituto de medios más eficientes y transparentes que le permitan adecuar los niveles de liquidez y generar condiciones que favorezcan el desarrollo del mercado secundario de títulos, aprobó dos nuevos mecanismos de intervención en el mercado monetario a través de las 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.

Los REPOS son operaciones de compra-venta de títulos valores con el acuerdo de recomprarlos o revenderlos en el futuro, en una fecha y en condiciones financieras preestablecidas. En estas operaciones se da una transferencia temporal de la propiedad de los títulos objeto de venta. El que vende recibe efectivo y el que compra recibe unos títulos. Al vencimiento, el que vendió recibe sus títulos y el que compró recibe el efectivo entregado, más los intereses correspondientes. Cuando los bancos centrales compran con pacto de reventa generan reserva y cuando venden con pacto de recompra absorben liquidez.

Es de hacer notar, que aun cuando este tipo de operaciones anteriormente mencionadas estaban contempladas dentro de los instrumentos de actuación del BCV desde hace varios años, solo recientemente el instituto contó con un volumen suficiente de títulos de la Deuda Pública Nacional (DPN) que le permitieran actuar en forma permanente en el mercado monetario nacional.

Actualmente existe un problema monetario en Venezuela, cuyo principal síntoma es la inflación, la inestabilidad de los precios y la demanda de dinero, los valores erráticos que muestran los índices de liquidez de la economía, la disminución progresiva de los niveles de producción, la falta de autonomía del Banco Central de Venezuela son algunos de los factores que evidencian dicho problema.

Cabe destacar que la efectividad de la política monetaria se ve seriamente limitada por el desequilibrio de las finanzas públicas, producto de las severas limitaciones de financiamiento y la expansión monetaria asociada al gasto fiscal en virtud de que la solución del desequilibrio monetario requiere la oportuna concurrencia de otras políticas, en particular la fiscal y la cambiaria.

La efectividad de la política monetaria ha estado condicionada no solo por la crisis bancaria iniciada en el año 1994, sino también por la ausencia de políticas económicas coordinadas, especialmente en las áreas mencionadas con anterioridad (fiscal y cambiaria), que contribuyeran a la estabilización de

la economía. En este contexto la eficiencia de la política monetaria del Banco Central ha estado seriamente limitada. Así mismo, el ambiente de agudas tensiones políticas y la caída persistente de la demanda de dinero acentuó los desequilibrios monetarios y constituye un obstáculo adicional a la eficiencia de la política monetaria.

En estas circunstancias, estudiaremos sí la ejecución de una política monetaria restrictiva o expansiva basada mediante la venta – compra de Bonos de la Deuda Pública Nacional (DPN), pertenecientes a la cartera de inversiones del BCV, con el acuerdo de recompralos en una fecha futura, resulta eficiente.

Del planteamiento formulado anteriormente se derivan las siguientes interrogantes:

- Cual es la incidencia de las Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Venezuela para mantener la estabilidad monetaria en el país durante el periodo 2000-2002.

- Cuales son los instrumentos de la Política Monetaria (REPOS) utilizados por el Banco Central de Venezuela durante el Periodo 2000-2002.

- Como es la relación entre la liquidez monetaria y el índice general de precios.

- En que consiste la actuación de las Operaciones de Mercado Abierto a través de las Operaciones de Compra-Venta con Pacto de Recompra o Reventa, (REPOS) en los niveles de liquidez.

1.2 Objetivos de la Investigación

1.2.1 Objetivo General

- Determinar la incidencia de las Operaciones de Mercado Abierto del Banco Central de Venezuela para mantener la estabilidad monetaria en el país durante el periodo 2000-2002.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Analizar los instrumentos de la Política Monetaria (REPOS) utilizados por el Banco Central de Venezuela durante el Periodo 2000-2002.

- Determinar la relación entre la liquidez monetaria y el índice general de precios.

- Conocer la actuación de las Operaciones de Mercado Abierto a través de las Operaciones de Compra-Venta con Pacto de Recompra o Reventa, (REPOS) en los niveles de liquidez.

1.3 Delimitación de la Investigación

En la presente investigación se analizara la incidencia de las Operaciones de Mercado Abierto, (Operaciones de Compra-Venta con Pacto de Recompra o Reventa, REPOS) como instrumento de Política Monetaria en Venezuela en el periodo 2000-2002, el espacio de tiempo del cual se refiere el estudio se considera sobre la base de las implicaciones que tuvo el desarrollo de los niveles inflacionarios aunado con la aparición de las Operaciones de Compra-Venta con Pacto de Recompra o Reventa, REPOS, en función de lo antes expuesto, no se pretende referir al estudio de otros periodos al planteado, sin desestimar la importancia que pudiera tener en la presente investigación.

El carácter de actualidad del estudio abarca la implementación de los instrumentos de política monetaria planteados en los objetivos de la investigación dentro de las medidas de dicha política asumidas por el organismo rector de la economía nacional como lo es el Banco Central de Venezuela, donde en el desarrollo del estudio solo se va a considerar los Operaciones de Compra-Venta con Pacto de Recompra o Reventa, REPOS.

CAPÍTULO SEGUNDO

MARCO TEÓRICO

2.1 Antecedentes de la Investigación

Arruinada por las guerras civiles, los regímenes despóticos, especulación, la malaria, el latifundio y otros males no menos graves en el orden político, económico y social; la Venezuela que precedió la creación del Banco Central de Venezuela, se presentaba en el panorama mundial, como uno de los países más atrasados de la América Latina.

La Venezuela de la época podía ubicarse en la denominada sociedad tradicional cuya estructura había alcanzado un grado elemental de desarrollo dentro de funciones de producción limitadas. En el orden externo, el poder político de las grandes potencias era proporcionalmente más elevado que ahora, razón por la cual las naciones jóvenes se sentían poco inclinadas a reclamar sus derechos. En el orden interno, era difícil precisar si el país acababa de salir de una dictadura que lo había arruinado o había entorpecido su progreso; o si por el contrario se trataba de un régimen despótico que lo había ubicado y había impuesto más de veinte años de paz basándose en cárceles, destierros y sangre, bajo un real o aparente objetivo político de "unión, paz y trabajo". Sólo la historia podría juzgar tales hechos, pero las cifras acerca del grado de desarrollo económico y social eran marcadamente dramáticas.

Venezuela era una especie de esquema característico de economía subdesarrollada, o más concretamente uno de esos prototipos de países atrasados que con tanta propiedad describen los autores de hoy en día que estudian esta materia. En él estaban presentes el círculo vicioso de la pobreza, la ocupación disfrazada, el deterioro de la relación de intercambio, el analfabetismo, el aislamiento económico, el desempleo, el latifundio y la carencia de las más elementales facilidades de infraestructura.

Un alto grado de subordinación económica respecto a otras naciones, era también rasgo característico de aquella Venezuela primitiva y empobrecida.

Absurdo era pensar en la existencia de un mercado monetario en aquella economía tan primitiva, donde los jornaleros agrícolas permanecían atados a la tierra como los antiguos siervos feudales. Para 1936 y 1937 los agricultores de importancia manejaban todavía su dinero a través de casas comerciales como Blohm, Boulton, Kolstery y otras, algunas de las cuales financiaban cosechas, recibían depósitos y hasta realizaban transferencias de fondos como si se tratase de instituciones especializadas.

Venezuela era pues, un país esencialmente campesino, donde privaba en cierta forma la anarquía, donde poco circulaba el dinero y donde, por razones obvias no podía existir ese anhelado mercado monetario, que en opinión de algunos expertos extranjeros, era imprescindible para la creación del Banco Central.

2.1.1 Creación del Banco Central de Venezuela

La aparición del Banco Central de Venezuela en la vida institucional del país está asociada a varias fechas fundamentales. La primera corresponde al 8 de Septiembre de 1939 [12] cuando fue promulgada por el Presidente Eleazar López Contreras la Ley del Banco Central que había sancionado el Congreso de la República presidido por José Rafael Pocaterra. De allí arrancan otras fechas, entre ellas, el 15 de Agosto de 1940 cuando se celebra la Asamblea de Accionistas Constitutiva del Banco Central, el cual inicia sus operaciones el 15 de Octubre del mismo año, y el 1ro de Enero de 1941 se celebra el acto formal de inauguración oficial del Instituto Emisor por el Presidente de la República, su Gabinete Ejecutivo y demás personalidades invitadas al acto.

2.1.2 Ambiente dentro del cual se Promulga la Ley del BCV

La Ley original del Banco Central fue promulgada dentro de un ambiente altamente convulsionado, interna y externamente. En el primer ámbito, el país estaba sometido a enconadas discusiones en torno al rumbo político que debía adoptarse después de concluida una dictadura de casi tres décadas de duración y se hacían serios esfuerzos por superar los años de atraso creando instituciones que contribuyeran a la modernización de Venezuela. En el caso específico del Banco Central, la discusión, sanción y puesta en vigencia de su ley, tropezó con una fuerte oposición por quienes estimaban que este instituto tendría consecuencias perjudiciales para el país ya que lo juzgaban como una suerte de instrumento socializante de nuestra

[12] Gaceta Oficial, 4 diciembre 1992, Número 35.106 (Ley del Banco Central de Venezuela)

economía y un medio para que el Fisco resolviera sus apremios financieros en detrimento de la estabilidad monetaria.

La Ley del Banco Central fue promulgada el 8 de Septiembre de 1939[13] y apenas cinco días antes había sido declarada formalmente la Segunda Guerra Mundial que perduraría hasta mediados de 1945.

Esos acontecimientos bélicos tuvieron fuertes repercusiones en todo el panorama económico mundial y, en el caso especifico venezolano, en la cuantía, dirección y composición de su comercio exterior; en la percepción de divisas e ingresos fiscales, hechos todos que provocaron profundas transformaciones en la vida económica del país.

2.1.3 Inicio de las Operaciones del BCV

El Banco Central inició sus operaciones el 15 de Octubre de 1940. Con el comienzo de sus actividades se puso término a la pluralidad de emisión de billetes que había corrido a cargo de seis bancos comerciales. El Instituto emisor tomó a su cargo el retiro de la circulación de la parte de los billetes emitidos por los bancos comerciales. Los bancos comerciales, a su vez, estaban obligados a entregar al BCV la porción del oro que servía de respaldo a las emisiones de billetes hechas por esos institutos.

El 15 de Septiembre de 1940, el Banco Central inició una muy importante función, como fue la de asumir las operaciones que anteriormente atendía la Oficina Nacional de Centralización de Cambios, organismo

precursor del BCV en materia cambiaría, como lo era la centralización de las reservas monetarias internacionales del país.

2.1.4 Razón Social y Objetivos del Banco Central

El BCV creado por la Ley del 8 de Septiembre de 1939[14], es una persona jurídica pública de naturaleza única; cuyo objetivo principal es regular los niveles de liquidez monetaria del país, con el fin de mantener un equilibrio armonioso entre la cantidad de dinero circulante y los niveles de producción de bienes y servicios.

Cantidad de Dinero = Niveles de Producción de Bienes y Servicio

Equilibrio

Cantidad de Dinero > Niveles de Producción de Bienes y Servicios

Exceso de Liquidez

Inflación

Cantidad de Dinero < Niveles de Producción de Bienes y Servicios

Déficit de Liquidez

Recesión Económica

Por otro lado, el BCV busca cumplir con el objetivo de Política Monetaria, es decir, crear y mantener condiciones monetarias y crediticias favorables a la estabilidad de la moneda. Esto lo realiza a través de los siguientes instrumentos de política Monetaria.

- Operaciones Crediticias

[13] Gaceta Oficial, 4 diciembre 1992, Número 35.106 (Ley del Banco Central de Venezuela)
[14] Gaceta Oficial, 4 diciembre 1992, Número 35.106 (Ley del Banco Central de Venezuela)

- Operaciones de Mercado Abierto
- Encaje Legal

2.1.5 Antecedentes del Año 1999[15]

Durante 1999 el entorno económico internacional estuvo caracterizado por un mayor dinamismo que contribuyó a la recuperación de los precios de los productos básicos. Sin embargo, el surgimiento de la crisis financiera en Brasil a comienzos de año, la situación recesiva de algunas economías latinoamericanas, el consecuente deterioro de las cuentas fiscales y las serias perturbaciones cambiarias en Colombia y Ecuador, causaron un retroceso de los flujos de comercio interregionales y la elevación de la prima de riesgo de la región. Este último factor, conjuntamente con el incremento de la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos, dificultó el acceso de estas economías a los mercados internacionales de capital.

El renovado impulso del crecimiento mundial obedeció principalmente al comportamiento positivo de las economías emergentes asiáticas y al desempeño económico de Estados Unidos y China, lo que imprimió mayor dinamismo a la demanda mundial, e incidió favorablemente en el mercado petrolero. En este contexto, la estrategia de reducción de la oferta por parte de los países de la OPEP, respaldada por Rusia, Noruega y México, ocasionó una importante recuperación de los precios del petróleo a partir del segundo trimestre del año, que se reflejó en el fortalecimiento significativo de las cuentas fiscales y externas del país.

[15] Informe Económico del Banco Central de Venezuela. Año 1999.

Los procesos políticos que se desarrollaron en el ámbito interno, estuvieron orientados a la redefinición de la institucionalidad política y económica del país concretada en la aprobación de la nueva Constitución Nacional. El desenvolvimiento de este y otros sucesos conexos produjo un conjunto de expectativas que incidieron en la conducta de espera adoptada por los agentes económicos inversores.

Los hechos antes señalados, la reducción de la producción y de la exportación petrolera y las medidas de ajuste fiscal determinaron una fuerte contracción de la actividad económica con el consecuente crecimiento del desempleo. Sin embargo, la tasa de inflación continuó desacelerándose, soportada por la estabilidad del tipo de cambio y la caída de la demanda agregada.

La actividad económica, medida por el Producto Interno Bruto (PIB), registró por segundo año consecutivo una contracción que alcanzó en términos reales a 7,2%, resultando afectadas tanto las actividades petroleras, como las no petroleras. En el caso de las primeras, la contracción obedeció al recorte de la producción y exportación de crudo, acordados en la OPEP; en tanto que las actividades no petroleras se vieron afectadas por la significativa reducción del gasto interno, en sus componentes de consumo e inversión y por las menores exportaciones, causadas por la situación recesiva de los principales socios de la región latinoamericana. Estimaciones preliminares, sin embargo, dan cuenta de una superación de la recesión a partir del último trimestre del año.

No obstante, el sacrificio de la reducción de la producción y exportación de petróleo fue compensado, parcialmente, por el significativo crecimiento que experimentó el precio promedio de realización de la canasta venezolana de exportación petrolera, con incidencia muy favorable sobre las cuentas fiscales y el sector externo de la economía.

El incremento de los precios petroleros hizo posible una importante reducción de los déficit del Gobierno Central y del Sector Público Consolidado, los cuales se situaron, en términos del PIB, en 2,6% y 1,2%, respectivamente, niveles significativamente inferiores a los registrados el año previo y a los proyectados al inicio de 1999. Asimismo, el incremento de los ingresos fiscales de origen petrolero compensó la caída de los ingresos fiscales no petroleros e hizo posible, durante el año, el seguimiento de una política de gasto menos restrictiva a la inicialmente prevista.

Igualmente, el incremento de los ingresos por exportación petrolera, combinado con la reducción de las importaciones, producto esto último del menor nivel de actividad económica, determinó un importante superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y un incremento en las reservas internacionales que favoreció una menor tasa esperada de depreciación y, por ende, un descenso sostenido de las tasas de interés.

El desempeño del sistema financiero continuó afectado por la recesión económica y el elevado nivel promedio que, no obstante la reducción observada en el año, mantuvieron las tasas de interés, factores que determinaron un descenso en el índice de intermediación financiera y un

deterioro de la calidad de la cartera de crédito. Es prudente destacar que el continuo seguimiento y la estrecha supervisión por parte de los entes rectores del sistema financiero, permitieron reforzar las medidas preventivas aplicadas desde períodos anteriores, con lo cual se logró mantener la solvencia y estabilidad del sistema financiero en general, expresada en el registro de adecuados niveles de capitalización y aprovisionamiento.

Durante 1999, la orientación de la política económica estuvo determinada, en lo fundamental, por el severo desbalance inicialmente previsto para las cuentas fiscales, principalmente el correspondiente a la gestión financiera del gobierno central. Esta situación tuvo su antecedente en el deterioro progresivo del precio del petróleo en los mercados internacionales desde finales de 1997, tendencia ésta que se acentuó en 1998 hasta alcanzar mínimos históricos a comienzos de 1999. Ante la elevada dependencia de la recaudación fiscal de los tributos petroleros, en un contexto de fuerte inflexibilidad para, en el corto plazo, aumentar la base de tributación interna y afrontar las crecientes demandas para incrementar el gasto, en virtud de los déficit acumulados en sectores fundamentales para lograr el desarrollo humano, tales como educación, salud y seguridad, se diseñó un conjunto de medidas, a corto y mediano plazo, a los fines de reducir el déficit fiscal proyectado a un nivel financiable macroeconómicamente, de mejorar las expectativas con relación a la tasa esperada de inflación y de reestructurar la Administración Central, con el objeto de elevar la eficiencia de la gestión pública y la capacidad regulatoria del Estado.

La mayor parte de esas medidas fueron incorporadas en la Ley Habilitante sancionada en el mes de abril por el Congreso de la República, mediante la cual se autorizó al Presidente de la República para dictar medidas extraordinarias en materia económica y financiera, además de institucionales. En adición a las medidas de carácter fiscal y de reforma institucional sancionadas en el marco de la Ley Habilitante, durante el año se aprobó la Ley de Regulación Financiera, orientada a proporcionar una mayor seguridad jurídica a los ahorristas, incrementar la capacidad de actuación de los órganos competentes en el sistema financiero y fortalecer institucionalmente a la Junta de Regulación Financiera.

Asimismo, con miras a revertir el fuerte deterioro de los precios petroleros registrado a comienzos del año, el gobierno de Venezuela, conjuntamente con otros importantes productores de petróleo en el seno de la OPEP e independientes, propició la intensificación y extensión de la vigencia del acuerdo de reducción de la producción convenido en junio de 1998, con un recorte adicional para Venezuela de 125.000 barriles diarios para alcanzar una reducción acumulada de 650.000 barriles diarios.

Las decisiones relativas al recorte de la producción y exportación petrolera, las medidas de ajuste fiscal y el seguimiento de políticas monetaria y cambiaria favorables a la estabilidad de precios, posibilitaron al cierre del año el logro de resultados acordes con lo previsto, especialmente en materia de inflación y reducción del déficit fiscal; sin embargo, es necesario acometer con urgencia políticas que tiendan a incrementar el empleo y a mejorar la desigual distribución del ingreso.

2.1.5.1 Inflación[16]

La tasa de inflación, medida a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ubicó en 20,0%, que constituye el registro de inflación mas bajo desde el año 1986. Así, la desaceleración de la inflación en el año continuó la tendencia observada desde mediados de 1998, destacándose el menor crecimiento relativo de los precios de los bienes transables que recogió la incidencia del anclaje cambiario. Por su parte, los precios de los bienes no transables también registraron una desaceleración, aunque de menor intensidad y reveló una inflexibilidad a la baja que se asocia con rigideces existentes en el mercado laboral.

2.1.5.2 Política Monetaria[17]

La política monetaria se orientó, fundamentalmente, a coadyuvar al logro del objetivo de reducir la tasa de inflación a un nivel inferior al registrado en 1998. Con este propósito, la ejecución de política propició el equilibrio del mercado monetario, contrarrestando los excesos de liquidez originados en desvíos de la gestión financiera del sector público y/o en cambios autónomos de la demanda de dinero, mediante el uso de los diferentes instrumentos a disposición del Instituto.

---

[16] Informe Económico del Banco Central de Venezuela. Año 1999.
[17] Informe Económico del Banco Central de Venezuela. Año 1999.

Si bien la tasa de inflación resultó inferior a la del año anterior, con lo cual se logró el objetivo propuesto, la autoridad monetaria enfrentó a lo largo de 1999 perturbaciones tanto de carácter externo como interno que, a través de sus efectos sobre las expectativas de los agentes económicos y/o sobre las variables reales y financieras, condicionaron el accionar del Instituto, forzando cambios en la orientación, intensidad e incluso en los instrumentos de política, con el propósito de enfrentar la incidencia desfavorable de los referidos choques.

Así, en el ámbito externo, destaca la continuidad, durante los primeros meses del año, de la tendencia decreciente de los precios internacionales del petróleo, el resurgimiento de la inestabilidad financiera en Brasil que determinó una fuerte devaluación del Real, el abandono del sistema de bandas en ese país y el temor al efecto contagio y elevación de la prima de riesgo de las economías en desarrollo, principalmente las latinoamericanas. Del mismo modo, hubo expectativas debido a la incertidumbre en relación con una eventual alza de las tasas de interés en el mercado norteamericano.

Posteriormente, en el mes de marzo, coincidiendo con la entrada en vigencia del segundo recorte de producción petrolera acordado por los países miembros de la OPEP y algunos no OPEP, los precios de los hidrocarburos iniciaron una trayectoria ascendente que se mantuvo a lo largo de todo el año, sustentada en el buen desempeño económico de los Estados Unidos, del Sudeste Asiático, de China y de Europa. Este acontecimiento, por su incidencia favorable sobre la solvencia del sector público y el nivel de reservas internacionales, mejoró la confianza de los agentes económicos.

En cuanto a los condicionantes de orden interno, destaca la incertidumbre inicial acerca de la orientación de la política económica a ser ejecutada por las nuevas autoridades gubernamentales y, muy especialmente, la requerida para enfrentar el importante déficit financiero estimado del Gobierno Central y del Sector Público Consolidado. Pero, la definición hacia el segundo trimestre del año de un programa de ajuste fiscal y de la estrategia de financiamiento del déficit ajustado y, esencialmente, la fuerte recuperación de los precios de los hidrocarburos en los mercados internacionales, contribuyeron a moderar la caída de la demanda de dinero, a pesar del proceso recesivo que experimentó la actividad económica a lo largo del año.

En efecto, durante el primer trimestre del año, el BCV actuó decidida y oportunamente, aplicando una política monetaria más contractiva a fin de reducir los excedentes de liquidez presentes en el sistema y de preservar la demanda de activos financieros en moneda nacional, contribuyendo de esta manera a moderar las expectativas de inflación y de depreciación.

Durante este período, la intervención del Instituto en el mercado de dinero se sustentó, fundamentalmente, en la colocación primaria de Títulos de Estabilización Monetaria (TEM), mediante el mecanismo de subastas, exceptuando dos adjudicaciones directas realizadas en el mes de enero. Destaca en este período, el cambio en el horizonte de maduración de los TEM que privilegió las colocaciones a plazos mayores de 90 días, con lo cual se buscaba producir una restricción monetaria de más largo plazo. De hecho, del monto total de colocaciones efectuadas en 1999, el 75,4% fueron negociados

a plazos mayores de 90 días, mientras que en 1998, esta proporción alcanzó a 39,1% del total colocado.

Como consecuencia de esta estrategia, la acción del BCV sobre los agregados monetarios para el período enero - junio fue restrictivo, lo que se reflejó en la evolución de la base monetaria, que se contrajo en 6,1% respecto al nivel de diciembre de 1998. La acción contractiva del Instituto se complementó con una intervención en el mercado cambiario a fin de evitar una depreciación excesiva del tipo de cambio.

Igualmente, en este período, el Directorio del Banco Central de Venezuela, con la intención de dotar al Instituto de medios más eficaces y transparentes que le permitieran adecuar los niveles de liquidez y generar condiciones que favorecieran el desarrollo del mercado secundario de títulos, aprobó dos nuevos mecanismos de intervención en el mercado monetario a través de 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.

Complementariamente, el Instituto, haciendo uso de sus atribuciones, acometió un conjunto de acciones a fin de incrementar la eficiencia de sus instrumentos de política monetaria y propiciar una reducción progresiva de las tasas de interés del mercado monetario. A tal efecto, acordó, por una parte, unificar los niveles de requerimientos de encaje para el sistema bancario, elevando gradualmente la tasa de encaje legal aplicada al Sistema

Nacional de Ahorro Préstamo y, por otra parte, disminuir, en dos oportunidades, la tasa de interés que cobra en sus operaciones de redescuento y anticipo, reduciéndola en abril de 60% a 55% y, posteriormente, en junio de 55% a 38%.

Para el período julio - diciembre, la corrección de los desequilibrios monetarios se sustentó principalmente, en la intervención del BCV en el mercado cambiario, en tanto que las OMA se limitaron a la corrección puntual de los referidos desequilibrios. El cambio en la instrumentación de la política tuvo el propósito de moderar los costos que sobre el sector real y bancario, habría causado el seguimiento de una política monetaria más restrictiva, dado el contexto recesivo que continuaba prevaleciendo en la actividad económica.

Este último propósito se vio favorecido por la decisión del Directorio mediante Resolución N° 99-08-03 de fecha 05 de agosto, que elevó la porción del encaje remunerado de 2 puntos porcentuales a 4. Asimismo, en el marco del acuerdo firmado en el mismo mes entre el Banco Central, el Ministerio de Finanzas, la Superintendencia de Bancos, y la Asociación Bancaria de Venezuela, el Instituto incrementó en dos puntos porcentuales adicionales la fracción del encaje legal sujeto a remuneración pasando éste de 4% a 6%.

En términos globales, las intervenciones con TEM se concentraron, principalmente, en el primer semestre del año, tal como lo evidencia el hecho de que el 83,6% de las colocaciones efectuadas en el año se produjeron en este período, alcanzando un monto, a valor efectivo, de Bs. 2.717,5 millardos. Para el resto del año el Instituto realizó sólo seis intervenciones puntuales con

TEM por un monto de Bs. 534,5 millardos, lo que determinó que frente a un total de vencimientos en el año de Bs. 4.317,7 millardos, el saldo acumulado al final de 1999, se situara en Bs. 893,6 millardos. Tal estrategia significó una reducción del saldo en circulación de TEM de 43,3% respecto al nivel de cierre de 1998, llegando a representar, al cierre de diciembre, una proporción de 18,2% y 9,4% de la base monetaria y de las reservas internacionales netas, respectivamente, niveles no registrados desde enero de 1994.

La disminución del saldo acumulado de TEM en 1999 generó una expansión neta del dinero primario de Bs. 1.065,7 millardos, que sumada a la producida por la gestión financiera interna del Gobierno Central y PDVSA por Bs. 7.246,0 millardos, causaron una expansión de base monetaria de Bs. 8.311,7 millardos. Esta expansión fue parcialmente contrarrestada por el impacto contractivo derivado de las transacciones cambiarias que realiza el BCV con el público, desmonetizándose un monto equivalente a Bs. 6.173,0 millardos, con lo cual la expansión neta de base en el año alcanzó a Bs. 2.138,7 millardos (3,4% del PIB).

Consistente con la estrategia de propiciar una baja en la estructura de tasas de interés, el rendimiento de los TEM registró durante el año una reducción significativa. En este sentido, para junio, el rendimiento efectivo de los TEM se ubicó en 20,8%, lo que significó una caída de 16,1 puntos porcentuales con respecto al nivel de cierre de diciembre de 1998. Para el segundo semestre y debido en parte a las pocas intervenciones realizadas por el Instituto en el mercado de dinero, el rendimiento de los TEM, registró un fuerte descenso al pasar de 20,8% en el mes de junio, a 11,6% en noviembre.

Asimismo, en este subperíodo, se registró la menor tasa histórica en dichos rendimientos, pactándose en la primera semana de octubre un rendimiento efectivo de 7,3%.

En un marco de difícil actuación para los hacedores de política, como consecuencia del ambiente de volatilidad en las expectativas de los agentes económicos, resulta indispensable el esfuerzo que realice el Banco Central para mantener la vigencia del objetivo antiinflacionario y avanzar hacia una mayor estabilidad del nivel de precios. Los logros en esta materia generarían un ambiente de mayor certidumbre para la toma de decisiones por parte de los agentes económicos, así como, contribuirían a una moderación en el nivel de expectativas inflacionarias, elemento éste que resulta de particular importancia en la lucha contra la inflación, tal como lo demuestran diversos estudios que para Venezuela se han realizado en el Instituto.

La experiencia internacional ratifica que el principal objetivo de un banco central es promover un entorno monetario y financiero que propenda al abatimiento de la inflación. Una economía con un ambiente de baja inflación facilita la consecución de metas sostenidas de crecimiento económico, mayor nivel de empleo, reducción de la pobreza y mejor distribución del ingreso.

La Constitución aprobada el 15 de diciembre de 1999 establece en su Artículo 318 que: "el objeto fundamental del Banco Central es lograr la estabilidad de precios y preservar el valor interno y externo de la unidad monetaria".

El mandato constitucional y el hecho práctico de que los bancos centrales no disponen de instrumentos idóneos para alcanzar objetivos de crecimiento económico, empleo y reducción de la pobreza, determinan que su mejor contribución al logro de esos objetivos deba centrarse en la lucha contra la inflación. A tal fin resulta indispensable mantener un elevado grado de coordinación entre la política monetaria y el resto de la política económica, principalmente, la fiscal.

En este sentido, la incorporación en la nueva Constitución de la República del principio de coordinación macroeconómica, sienta las bases para que las autoridades se comprometan en un programa económico con la definición de objetivos que puedan ser cuantitativamente evaluados. El anuncio de tales metas y el compromiso firme para alcanzarlas, y el seguimiento periódico sobre las condiciones económicas, los determinantes y causas que puedan afectar su cumplimiento, y el suministro oportuno de la mayor información al público, transmitirá a la sociedad señales inequívocas que contribuirán a incrementar la credibilidad y reputación de las autoridades económicas.

En este marco de referencia, el compromiso del Instituto debe dirigirse a lograr y mantener una tendencia decreciente de la inflación, que sea sostenible en el mediano y largo plazo, y que posibilite, a la vez, el registro de tasas aceptables de crecimiento económico.

2.2 Bases Teóricas

2.2.1 La Efectividad de la Política Monetaria a través del Modelo IS-LM.[18]

La efectividad de la política monetaria puede analizarse en términos del Modelo IS-LM, partiendo simplemente del conocimiento de que la curva IS representa todas las combinaciones posibles entre producto y tipos de interés que son de equilibrio en el mercado de bienes, mientras que la curva LM recoge a su vez, todas las combinaciones posibles entre producción y tipo de interés que son de equilibrio en el mercado monetario. En términos analíticos, estas condiciones de equilibrio pueden expresarse como sigue:

Mercado de Bienes

$$Y = CY\text{-}t\,(y) + I\,(i) + G \qquad (1)$$

Mercado Monetario

$$M/P = L_1(y) + L_2(y) \qquad (2)$$

La ecuación (1) refleja que la renta de equilibrio depende del consumo (C), que a su vez depende de la renta disponible Y - t(y), de la inversión (I) dependiente del tipo de interés (i) y del gasto público (G), considerado como una variable autónoma.

[18] Mancha, Tomás, Villena, Jose y otros. Introducción a la Política Económica. Mcgraw-Hill.

Por su parte, la ecuación (2) expresa que la oferta en términos reales (M/P), siendo M la cantidad de dinero en circulación y P el nivel general de precios, depende del tipo de interés (i) y del nivel de producción (Y).

Para examinar dentro de este contexto la efectividad de la política monetaria habrá que comprobar cómo afecta a la producción un cambio en la cantidad de dinero diferenciando en ambas ecuaciones, tendremos:

$$dy = C\,(dy - tdy) + hdi + dG \qquad (3)$$

$$dM = L'_1 di + L'_2 dy \qquad (4)$$

Siendo (C) la propensión marginal a consumir y (h) la elasticidad de la demanda de inversión.

Despejando di de (4) se obtiene:

$$di = dM / L'_1 - L'_2 / L'i \times dy$$

Sustituyendo en (3) y bajo el supuesto de actuación independiente de la política monetaria (G es constante, con lo que dG = O):

$$dy = C\,(1 - t)\,dy + h\,(dM / L'_1) - h\,(L_2 / L'_1 \times dy)$$

Entonces:

$$dy = h / L_1\ 1\text{-}C(1\text{-}t) + hL'_2 \times dM$$

Consecuentemente, un incremento en la cantidad de dinero en circulación (dM > O), por ejemplo a través de una operación de compra de títulos en los mercados financieros por parte del Banco Central, supondrá un desplazamiento hacia la derecha de la curva LM, con el consiguiente efecto multiplicador sobre el nivel de renta y el descenso de los tipos de interés.

El que la política monetaria tenga una mayor o menor efectividad depende, por un lado, fundamentalmente de la pendiente que tenga la curva LM (L_1' / L'_2) es decir, que la demanda de dinero sea sensible o no respecto de los tipos de interés. Así si L'_1 tiene un valor muy grande, la curva LM sería casi horizontal, los incrementos de M se destinarían básicamente para especular, mientras que si su valor es muy pequeño, la curva LM sería prácticamente vertical así, todo el dinero se dedicaría a financiar transacciones.

Por otro lado, la pendiente de IS también influirá en la efectividad de la política monetaria, siendo mucho mayor cuando esta curva sea completamente horizontal, y nula cuando la misma sea completamente vertical (en el primer caso la inversión es absolutamente elástica respecto a los tipos de interés, mientras que en el segundo caso, sería totalmente inelástica).

En definitiva, la efectividad de la política monetaria depende, obviamente, de las relaciones existentes entre los mercados reales (de bienes y servicios) y los monetarios, mostrándose totalmente eficaz cuando el equilibrio monetario tiene relación con el tipo de interés. De esta manera, dado que con una curva LM vertical los incrementos en la cantidad de dinero

se destinan casi íntegramente a financiar transacciones, la política monetaria altera el tipo de interés reduciéndolo y aumenta el nivel de producción, actuando de manera neutra cuando dicha curva sea totalmente horizontal al conservarse los incrementos de dinero como saldos ociosos y no afectando, por tanto, ni el tipo de interés ni el nivel de gasto.

De igual forma, podría argumentarse la influencia sobre la renta y el interés que genera un incremento de la oferta monetaria cuando el Banco Central realiza una política monetaria expansiva a través del redescuento o a través de una reducción del coeficiente de caja.

La repercusión que un incremento de la cantidad de dinero tiene sobre la renta y sobre el tipo de interés es ampliamente aceptada por un conjunto de economistas de relieve que han influido excepcionalmente en la comunidad.

No obstante, habría que recordar que el Modelo IS-LM constituye un intento de compatibilizar las ideas de Monetaristas y Keynesianos, creando un modelo de autores Keynesianos tan conocidos como Samuelson, Hicks, Meade, Tobin, entre otros; y que ha sido cuestionado incluso por algunos postkeynesianos.

En el modelo IS-LM, la política monetaria tiene una considerable importancia en el contexto de la política económica, como complemento de la política fiscal. Especialmente, para estimular la inversión y conseguir el objetivo de pleno empleo ya que se considera que las variaciones de M que

pueden modificar el tipo de interés deben ser muy fuertes y que, por tanto, es mejor influir sobre la producción y el empleo a través de la política fiscal.

El modelo ha sido, sin embargo, ampliamente discutido, sobre todo por autores Monetaristas, que lo tildan de excesivamente simple al no considerar las expectativas en la toma de decisiones. La crítica más importante es, quizás la de que se trata de un modelo estático, en el que la demanda de dinero no se considera dependiente de los factores que la determinan en períodos anteriores. Por otra parte, algunos autores hacen hincapié en la interdependencia de la política monetaria y la fiscal, con lo cual una variación de la curva IS o de la LM probablemente hará trasladar también la otra. Las funciones IS y LM no son independientes sino interdependientes.

2.2.2 El Enfoque Monetarista sobre la Política Monetaria. [19]

El Banco Central compra bonos en el mercado abierto expandiendo, por tanto, las reservas comerciales. Esta política de mercado abierto, alza el precio de los bonos hasta que el público está dispuesto a poseer menos bonos y más dinero. A causa de que la demanda de dinero es relativamente inelástica respecto al tipo de interés, se produce un gran descenso de los tipos de interés (es decir, una gran alza del precio de los bonos), antes de que el público se vea inducido a vender sus bonos al Banco Central y aceptar dinero a cambio. De todo ello resulta una gran expansión del gasto y por tanto, de la renta nacional.

---

[19] Lipsey, Richard. Introducción a la Economía Positiva. Vicens Universidad.

El enfoque Keynesiano, con respecto al tipo de interés convierte en relativamente inefectiva la política monetaria.

2.2.3 El Enfoque Neokeyneasiano sobre la Política Monetaria [20]

El Banco Central expande las reservas de los bancos comerciales comprando bonos en el mercado abierto. Debido a que la demanda de dinero es altamente elástica respecto al tipo de interés, sólo se requiere un pequeño cambio del tipo de interés para inducir al público a deshacerse de los bonos y a poseer más dinero. Este pequeño cambio del tipo de interés tiene sólo un mínimo efecto sobre el gasto agregado que aumenta relativamente insensible al tipo de interés. Por tanto, la política monetaria expansiva no aumenta substancialmente la renta nacional.

El problema básico, de acuerdo a los neokeynesianos, es que la demanda de dinero es muy sensible al tipo de interés que representa el Banco Central y puede inducir sólo pequeños cambios de los tipos de interés con sus operaciones de mercado abierto. La escala del gasto agregado relativamente inelástico respecto al tipo de interés garantiza, por tanto, que sean cuales sean los cambios de los tipos de interés que el banco pueda lograr, éstos tendrán sólo un pequeño efecto sobre el gasto agregado y, de este modo, sobre el nivel de actividad económica.

[20] Lipsey, Richard. Introducción a la Economía Positiva. Vicens Universidad

2.2.4 La Inflación y la Obligación de Dinero[21]

La inflación es la tendencia persistente al incremento del nivel general de precios. En un sentido similar, la inflación se ha definido como el proceso continuo de elevación de los precios o equivalentemente, como un proceso continuo en la caída del valor (poder adquisitivo) del dinero.

La inflación también se puede definir como el aumento sostenido en el nivel general de precios, que se refleja como el incremento proporcional en el nivel general de precios por unidad de tiempo.

De estas definiciones, podemos identificar las siguientes características típicas de un proceso de inflación:

- **Proceso Continuo**: La inflación es un proceso continuo, por lo tanto, los aumentos esporádicos (o temporales) del nivel general de precios, por efectos de alguna causa específica, normalmente una causa externa, no constituyen el fenómeno de inflación, aunque pueden causar disturbios en los mercados de determinados productos. Por ejemplo, el aumento general de los precios del petróleo en el año 1993, cuando el precio por barril de petróleo subió de $2.50 a $10.00 causó un "shock" de precios pero no necesariamente fue el causante de un proceso inflacionario.

[21] Lipsey, Richard. Introducción a la Economía Positiva. Vicens Universidad.

- **Aumentos Generalizados**: Los aumentos en los precios son aumentos generalizados, o sea, son aumentos que se distribuyen a través de toda la economía y abarcan todos los precios y servicios, no son aumentos específicos ni identificados. Entonces un aumento en el precio de un determinado producto, como podría ser el café (como ocurrió por el invierno en Brasil, en 1994), no constituye un fenómeno inflacionario.

- **La Inflación crea Expectativas**: Una característica fundamental de la inflación es que los agentes económicos reconocen la existencia, van ajustando sus valores en términos de dinero. Las expectativas de los agentes van produciendo cambios en su percepción de los valores de las cosas. Así, por ejemplo, en 1982, una persona en Venezuela hubiera esperado con el pago de la suma de Bs. 100.000 poder comprar un automóvil de lujo último modelo, con todos sus accesorios. Con Bs. 100.000, en marzo de 1995, una persona en Venezuela no puede comprar una motocicleta de tercera mano. Evidentemente, el valor de un automóvil y el valor de una motocicleta va ajustándose de acuerdo con el proceso inflacionario.

- **Crecimiento Monetario**: Normalmente la inflación no es siempre consecuencia de un crecimiento monetario. El crecimiento monetario entonces es una condición necesaria pero no siempre es la única causa para un proceso continuo de inflación. Lo que sucede es que de no existir un aumento en la oferta de dinero, los agentes económicos

no tienen los medios para continuar incrementando la demanda, la cual a la vez alimenta la continuidad del proceso inflacionario.

- **Precios Acelerados**: El crecimiento en los precios debe ser elevado. Aumentos pequeños en el nivel anual de los precios, por ejemplo, hasta de un 2% anual, no constituyen un proceso inflacionario, y evidentemente no genera desde un punto de vista legal ningún interés. Normalmente se habla, en nuestros países latinoamericanos de inflación cuando la tasa de inflación es igual o superior al 10% anual.

2.2.5 Teoría Cuantitativa Moderna (La Ecuación del Cambio).[22]

Sin desconocer la importancia de la relación que existe entre las cantidades de dinero circulante y las cantidades de bienes y servicios ofrecidos, los economistas modernos están todos de acuerdo en que la oferta de dinero afectará los precios debido fundamentalmente a la influencia que ésta tiene sobre el total de dinero que se gasta. En otras palabras, aún sin que se modifique la cantidad de dinero existente, los precios podrán cambiar como consecuencia de una variación en la velocidad de circulación del dinero. Tal fenómeno lo explica en forma bastante gráfica el profesor Lester Chandler en su libro Introducción a la Teoría Monetaria.

"Una misma unidad de dinero que se gasta diez (10) veces durante cierto período de tiempo, ejerce la misma influencia sobre los precios que

[22] Toro Hardy, José. Fundamentos de Teoría Económica. Análisis de la Política Económica Venezolana. Editorial Panapo

diez (10) unidades de dinero que se gastan sólo una vez cada una durante ese mismo período".

El razonamiento anterior nos lleva a la conclusión de que una mayor velocidad de circulación del dinero provoca un aumento en la demanda de bienes y servicios en términos de dinero, lo cual conduce a un incremento de los precios. Por el contrario, una disminución en la velocidad de circulación del dinero tiende a reducir los precios y el volumen total de los gastos, tal como sucedería si se tratase de una disminución en la oferta de dinero.

La Teoría Cuantitativa Moderna del dinero se basa en la ecuación del cambio formulada por el matemático y economista norteamericano Irving Fischer:

$$MV = PT$$

Donde M representa la cantidad media de dinero en circulación durante un período determinado; V representa la velocidad de circulación del dinero o, lo que es lo mismo, el número medio de veces que se gasta cada unidad de M dentro de un período determinado; T representa el volumen de transacciones realizadas dentro del período; y P representa el precio medio por unidad de T, o sea, índice promedio de precios.

Los profesores Maza Zavala y González, indican en su libro Tratado Moderno de Economía que una actualización de la ecuación del cambio formulada por Fischer, nos permitiría sustituir T por Q, representando este

último símbolo un concepto más moderno como lo es el volumen real de producción física. Al introducir tal sustitución, la ecuación del cambio se expresaría de la siguiente forma:

$$MV = P.Q$$

Con la modificación introducida en la ecuación del cambio podemos observar que en ella están incluidos los tres elementos determinantes directos o inmediatos del nivel de los precios:

$$P = \frac{MV}{Q}$$

El nivel general de los precios (P) varía en razón directa (aunque no en la misma proporción) con la cantidad de dinero (M) y su velocidad de circulación (V) y en razón inversa del volumen físico de producción (Q).

Si el efecto combinado de un aumento en la oferta de dinero (M) o en su velocidad de circulación (V), determina una incidencia más que proporcional con respecto al aumento que provocan en el volumen físico de producción (Q), el nivel general de los precios tenderá a aumentar.

Tal fenómeno se conoce con el nombre de inflación e indica que el valor adquisitivo de la unidad monetaria disminuye, ya que la demanda en términos de dinero excede a la oferta de bienes y servicios.

2.2.6 Algunos elementos de la Teoría Cuantitativa del dinero y su vinculación con el fenómeno inflacionario.[23]

De acuerdo con Friedman, la Teoría Cuantitativa del Dinero fundamentalmente es una teoría sobre la demanda de dinero: en consecuencia, se podría afirmar que la velocidad de circulación del dinero y la demanda de éste constituyen dos maneras de analizar un mismo fenómeno. Según el autor:

... por diversas razones la gente quiere guardar dinero, por ejemplo para gastar, ahorrar o invertir. Normalmente las personas querrán poseer cierta cantidad en términos reales; tal vez una suma equivalente a tantas o cuantas semanas de consumo y de ingreso pero no se apegarán a cantidades nominales especificas cuyo valor cambia a medida que varían los precios.

En esa aseveración sin duda alguna el representante del monetarismo hace referencia a la verdadera cuestión que afecta la inflación. Indica, siguiendo su pensamiento, que si las personas deciden mantener un saldo mayor, guardando sus ingresos en lugar de gastarlos con rapidez, la rotación de cada unidad monetaria (bolívares, por ejemplo) será obviamente menor por lo que puede concluirse, en esta línea de razonamiento, que toda mayor demanda de dinero implica necesariamente una menor velocidad de la circulación del dinero. Para el común de las personas, la velocidad de circulación del dinero no es sino el recíproco de alguna expresión particular de la cantidad real de dinero: y en tal sentido, se puede observar que la velocidad de circulación del ingreso por ejemplo, es el recíproco de la proporción ingreso de un año que se guarda como dinero. En ese sentido, en

[23] Butler Eamonn (1989) Milton Friedman, Pensamiento Económico. Noriega Editores.

el análisis de los cambios ocurridos en la cantidad de dinero en la economía y en la constatación de los efectos subsecuentes que esos cambios producen en el nivel de la producción y en sus precios , es fundamental para Friedman, tomar en consideración todo lo relacionado con la velocidad de circulación del dinero. Al respecto, el autor formula los siguientes criterios o principios que encuadran el tratamiento de ese tipo de problemas:

... Es un hecho empírico que la demanda de dinero es sumamente estable, que el público es notablemente constante en el números de semanas de ingresos que prefiere guardar en forma de dinero en efectivo, en cuentas bancarias de fácil acceso y de otras cosas que llamamos "dinero".

Este hecho se puede verificar fácilmente y significa que existe un vínculo muy poderoso entre el número de dólares, libras o pesos que las autoridades monetarias permiten que estén en circulación en un mes y los precios de los bienes en los establecimientos comerciales unos meses más tarde. Hay diferentes maneras de crear ese nuevo dinero (la caricatura tradicional es la que muestra al gobierno imprimiendo simplemente mas billetes a fin de poder aumentar la paga de sus propios trabajadores son tener que subir los impuestos), pero los efectos son muy parecidos. El nuevo dinero se vuelca en la comunidad llenando los bolsillos y las cajas de caudales de las personas e incrementando sus cuentas bancarias.[24]

En esa paradoja o contradicción entre los valores nominales y reales del dinero, la definición de un punto óptimo de ahorro no siempre es claramente

[24] Butler Eamonn. Ibídem Pág.39

percibido por los individuos, así tampoco lo son los mecanismos que podrían instrumentar para garantizar sus valores relativamente constantes. La teoría monetarista ha realizado en este ámbito una buena contribución en el sentido de remarcar la trascendencia y casi única alternativa de evaluación cierta del comportamiento económico a partir de la identificación de los patrones monetarios. Si los individuos desean reducir sus niveles de disponibilidad de dinero tienen varias alternativas que van desde quemar simplemente sus billetes, o inducirlo hacia nuevas formas de consumo. Según la fuente:

Sin ponerse a quemar billetes, la única manera en que una persona puede reducir sus saldos de efectivo es gastando. Pero como hemos visto, esto significa sencillamente que el efectivo adicional se le pasa a alguien más quien a su vez enfrenta el mismo problema de tener saldos efectivos de dinero. Esa persona y la siguiente gastarán también, tratando de conservar lo que tienen a nivel deseado. El resultado neto es que todo mundo quiere gastar: los comerciantes ven que pueden cargar precios más altos en las subastas, las personas están dispuestas a pagar más y la juerga de gastos continuaban. En pocas palabras, y un tanto simplificado, es el proceso mediante el cual los cambios ocurridos en la existencia de dinero ejercen su influencia en nivel de precios.[25]

Para esta corriente, la situación conduce a dos cuestiones fundamentales: o se admite el incremento de la velocidad de circulación como derivado del interés de los individuos de mantener niveles aceptables de dinero a fin de evitar su depreciación, o por el contrario, se estimula el

[25] Butler Eamonn Ibídem Pág. 39

equilibrio o estabilidad en la demanda de dinero de parte del público, lo cual es crucial para evitar esas tendencias inflacionarias. Ese aspecto de la demanda del dinero es, en este esquema, el punto de validación de los supuestos sobre la estabilidad de los signos monetarios. Si se substrae el dinero de la circulación se producirá un determinado efecto pero en todo caso, menos pernicioso que el que se deriva con relación al proceso de formación de los precios, si los individuos retienen dicho dinero y lo ponen en circulación fuera de todo supuesto de previsibilidad. En ello los pertenecientes a esta corriente monetaria, constatan las limitaciones de la teoría cuantitativa del valor del dinero con todo lo que ello implica en términos de políticas de control, por ejemplo de la inflación.

2.2.7 La Teoría de la Demanda de Dinero.[26]

Siempre se ha cuestionado a Friedman el hecho de señalar que la teoría cuantitativa del dinero, en todo momento se ha ocupado por descubrir la naturaleza de la función de la demanda del dinero. Sin embargo, aun no se dispone de la suficiente información, estudios o investigaciones que acrediten tal aseveración. Ni la misma Escuela de Chicago, durante los días anteriores a la guerra, prestó suficiente atención a los factores psicológicos que de una u otra forma determinan la forma y el comportamiento de la función demanda de dinero es estable o que, por lo menos presenta una tendencia en ese sentido. Así mismo, y según la fuente que se viene consultando en esta parte de la investigación, durante más de un siglo se han efectuado observaciones en torno al comportamiento del dinero a fin de vincular su problemática de tratamiento, en términos del volumen disponible por una economía. En dichas

observaciones se han demostrado los siguientes aspectos que merecen ser destacados por la relevancia que pueden tener en todo intento por explicar el comportamiento del dinero y la inflación así se tiene por ejemplo que:

Los cambios ocurridos en la cantidad de dinero han estado asociados estrechamente con cambios en la actividad económica, en el ingreso y en los precios. Las correlaciones son notorias en esos tres aspectos, por lo que los enfoques cuantitativos tienen mucha razón cuando centran el tratamiento de la inflación en función de los cambios en la existencia de dinero y su disponibilidad.

Así mismo se ha encontrado que la relación entre el cambio monetario y el económico ha sido sumamente estable por lo anteriormente señalado en cuanto a niveles de correlación fijando en tal sentido, una verdadera tendencia con su consiguiente capacidad para predecir o prever el comportamiento a corto y mediano plazo. No se puede negar, sin embargo, que algunos cambios monetarios han tenido, en algunas oportunidades un origen independiente: es decir no han sido un simple reflejo de los cambios ocurridos en la actividad económica.

Tal y como quedan sustentadas estas conclusiones, a partir de las observaciones realizadas en cuanto a la correlación entre la existencia y disponibilidad de dinero y actividad económica, el ingreso y demás macro indicadores, el sentido del vector de la relación causal no está definido claramente. Esto es, no se puede concluir si son los cambios en la existencia

---

[26] Butler Eamonn Ibídem Pág.. 39

de dinero los que provocan los cambios en la actividad económica y demás indicadores o al contrario. Ello es importante de establecer, en la medida en que de acuerdo a lo que se demuestra y concluya han de ser diferentes la políticas que han de instrumentarse en caso de inflación.

2.2.8 Método empleado en el análisis de la correlación dinero-actividad económica.[27]

Como se expuso al final de la sección anterior, quedan dudas en torno a cuál es el sentido de la relación causal entre dinero existente y actividad económica a fin de inferir posibles consecuencias inflacionarias a uno y otro factor. En vista de ese problema, los autores citados, principales exponentes del monetarismo, como lo son: Milton Friedman y Ana Schwartz, desarrollaron una metodología a fin de establecer la estructura de las correlaciones. Como se dijo anteriormente, se trata de una cuestión de importancia teórica y práctica, esta última, en cuanto se vincula a la instrumentación de políticas antinflacionarias o de manejo monetario. Los autores llevaron a cabo su investigación en fuentes empíricas y no obtuvieron resultados sumamente significativos.

El objetivo consistió en formular una sinopsis por la cual se definiese en forma correcta la frecuencia y regularidad de las correlaciones entre el dinero y otros factores económicos sometidos a la observación durante un largo período. En el curso de la investigación, según lo indica la fuente se encontraron muchas dificultades metodológicas por cuanto no siempre la información se adecuó a los períodos necesarios; tuvo déficit de cobertura y

[27] Butler Eamonn Ibídem Pág.39

por las mismas circunstancias ex-post, la causalidad se diluye en varias alternativas posibles. El estudio se realizó basándose en la M_2 en Inglaterra, país que por su estructura y posición en la economía mundial podía ser tenido como de riguroso control de la política monetaria. El período en observación fue largo y comprendió desde 1867 a 1907 para prolongarse posteriormente. El intervalo de frecuencias inicialmente fue trimestral hasta 1906 y luego mensual, precisamente a partir de 1907. Una cuestión que los investigadores tomaron en consideración fue la de efectuar una correcta o consistente definición de dinero, en virtud del enfoque monetarista de su investigación para lo cual ese aspecto resultaba verdaderamente relevante.

Para garantizar esa exigencia. Friedman y Schwartz analizaron varias definiciones de dinero a fin de lograr una que le diese a ese factor plena cobertura explicativa y alta capacidad de predicción. En ese esfuerzo centraron su atención es decir, en aislar los factores realmente importantes en la configuración del concepto y la operacionalización de "dinero". Dentro de esa estrategia tomaron en consideración la composición y comportamiento de tres elementos monetarios sustanciales:

- La cantidad de dinero de alto poder, llamado a veces Base Monetaria.
- La tasa de reserva que mantienen los bancos (que puede ser más generosa como se ha visto, que las exigencias mínimas establecidas por la ley):
- La relación entre moneda y depósitos bancarios que mantienen el público.

Para los autores, las investigaciones realizadas ofrecen, en principio, un panorama muy claro: "...para Friedman no caben dudas que los antecedentes históricos apoyan, de modo general, su fe en la versión basada en el ingreso de la teoría cuantitativa del dinero..." (Ídem, Pág. 113). Filo se desprende de un amplio conjunto de argumentos convincentes en el sentido de acreditar la fuerza del impacto de diversos elementos que componen la oferta total de dinero en una economía determinada. De tal modo, la Base monetaria es para el autor, el factor más importante o significativo, confirmándose la conjetura inicial de que el control de la Base Monetaria es la manera más segura de influir en la oferta de dinero y en las otras magnitudes económicas relacionadas con dicha oferta. Con ello, la cuestión se simplificaría al momento de formular políticas antiflacionarias en la medida en que actuando sobre la cuestión. Con la Base Monetaria se podría corregir el problema. La investigación acreditaría en este aspecto, supuesto fundamental del monetarismo, que es precisamente el manejo de la Base Monetaria el elemento que genera las condiciones para situaciones inflacionarias siéndose con ello, fiel a los esquemas denominados enfoques cuantitativos del dinero.

Como se dijo anteriormente, un aspecto clave es dejar muy en claro lo que ha de entenderse por dinero, lo cual, si bien aparentemente resulta muy sencillo, no siempre resulta tan expedito: por lo menos en lo referido a la articulación de las múltiples dimensiones que tienden a configurar un correcto tratamiento de ese instrumento.

La fuente consultada ofrece a partir de las observaciones, una serie de conclusiones que han pasado a ser verdaderos postulados en Teoría Monetaria y en Economía Monetaria. Los más importantes han quedado delineados de la siguiente forma: La tasa de crecimiento de la cantidad de dinero está muy relacionada con las variaciones ocurridas en el ingreso nominal, en el ingreso real y en los precios, la correlación más alta es la que existe entre las tasas de crecimiento del dinero y del ingreso nominal, lo cual trae a colación el tema de la inflación, esta relación es válida para los ciclos y períodos más largos. Los cambios en los precios y en el ingreso real, aunque están relacionados con los cambios monetarios, son menos predecibles: esto es muy importantes, en vista de lo difícil que resulta pronosticar, si los cambios monetarios se manifestarán como cambios en los precios o en la producción, esto es lógico por cuanto el concepto mismo de los cambios en el ingreso real implica tomar en consideración las variaciones sufridas en el tiempo, tomándose un año de referencia respecto al cual pueden haberse producido complejos procesos que inciden en la configuración del cambio real del ingreso. Es más fácil aplicar las conclusiones al tema del ingreso nominal el cual, por su propia definición es más actual en el tiempo que el ingreso real. Las tasas de interés demuestran tener importancia para determinar la cantidad de dinero que el público desea guardar y la cantidad total de dinero disponible dada una cierta Base Monetaria. Existe poca relación entre los cambios en las tasas de interés, los precios, el ingreso o la producción.

Las variaciones de la velocidad de circulación del dinero han sido pequeñas el período estudiado.

A medida que los ingresos han aumentado a lo largo del período observado, la velocidad del dinero ha disminuido ligeramente. Esta conclusión condujo a la sugerencia de Friedman de que el dinero es un bien de "lujo" que las personas desean mantener en cantidades mayores cuando sus ingresos son más elevados, lo cual opera como una adecuación del postulado keynesiano sobre la preferencia por la liquidez, con la diferencia en criterio de Friedman, de que a mayor ingreso menor velocidad de circulación del dinero.

Un hallazgo interesante con respecto a la velocidad de circulación es que la misma varía en períodos cortos, con cambios más significativos que los observados en períodos largos.

Otra observación es que la velocidad de circulación del dinero aumenta con las expansiones cíclicas y disminuye en los períodos de contracción.

Los cambios en la velocidad refuerzan los efectos de la Base Monetaria en los precios y en el ingreso. Ello es así, según esta corriente, por cuanto el aumento constante de los precios termina por ser previsto y cuando los precios están subiendo el público reduce sus saldos en efectivo, de manera la velocidad de circulación del dinero aumenta a fin de hacerle frente a efectos de la pérdida del poder adquisitivo del dinero. La predicción del incremento de los precios conduce a ese comportamiento es decir, a desprenderse de los activos que como el dinero, pueden ser afectados por la inflación. Con ello se acentúan los problemas que el mismo incremento desencadena. Es precisamente ese efecto multiplicador de la inflación, cuando la misma es

predecible, que ha provocado las grandes catástrofes en las políticas económicas del Cono Sur durante años, cuando se aceptó la inflación o la hiperinflación como un hecho normal. Es un efecto parecido al que se produce cuando un banco entra en problemas de liquidez y todos los depositantes corren a sacar su dinero y salvarse de la quiebra.

Las tasas de interés siguen por lo general el movimiento de los precios y viceversa. La subida de los precios parece inducir o motivar a los acreedores a cargar tasas nominales más elevadas a fin de mantener su rendimiento futuro en términos reales. Esta cuestión es sumamente importante por cuanto también opera como un factor multiplicador de la inflación; en ese caso, referido a la actitud de los excedentarios de dinero los cuales ven que sus activos corren peligro de depreciación cuando existan expectativas inflacionarias en virtud de la evolución alcista de los precios. Para ello, la defensa es protegerse antes de que se consumen los efectos de la depreciación por inflación subiendo la tasa nominal de interés antes de que aquello ocurra, desencadenando o acentuando la tendencia inflacionaria.

Las expectativas también influyen en el equilibrio que debe existir entre precios y producción y a través de ellas se manifiestan así mismo, los cambios monetarios.

En épocas recientes las expectativas han asumido un rol mucho más significativo en cuanto a las tendencias inflacionarias en virtud de las políticas cambiantes y los impulsos de crecimiento son siempre bien

sustentados. Esto constituye uno de los problemas más importantes en la actualidad que le ha dado autoridad teórica al monetarismo y al neoliberalismo en cuanto a respuestas a las tendencias desbordantes del gasto público que fueron buenas en tiempos de la crisis que vivió Keynes, pero que ahora han superado toda capacidad de endeudamiento y déficit público.

En el pensamiento de la corriente monetarista, si bien admite la vigencia de las dos formas clásicas de inflación, como lo son "tirón de la demanda" o "aumento de los costos", se sostiene que en última instancia, se trata de un solo y único fenómeno. Si el problema inflacionario se precipita en función de la expansión de los costos, ya sea por aumento de los salarios, de la magnitud de la nómina, o por la incorporación de nuevas tecnologías para mejorar la productividad en vista de una demanda en crecimiento, los problemas se trasladarán a los costos y a los precios finales por la cadena formada por proveedores, mayoristas o productores, detallistas y consumidores finales. En el caso del incremento de los salarios su efecto impactará también a la demanda, en el sentido de que la mayor disponibilidad de dinero permitirá a los individuos mayores compras, propagándose el proceso inflacionario por toda la economía.

Para Friedman y sus seguidores, la inflación en cuanto al Nivel General de Precios, es siempre la expresión de un problema monetario aún cuando pudieran indicarse otras tipologías o causas como el aumento de la demanda y el aumento de los costos. En cualquier caso, el fenómeno inflacionario se debe a una expansión de la cantidad de dinero, más rápida, que el incremento

de la producción y la oferta. Como dice el mismo Friedman, la tasa de inflación no siempre está estadísticamente asociada, en cuanto niveles o magnitudes, a la tasa de expansión monetaria sino que coinciden en cuanto a tendencias. Existen sin embargo, para esta corriente sobre todo a largo plazo, situaciones en las cuales la inflación puede responder a otros factores, más allá de los estrictamente monetarios. Al respecto, es importante tener en cuenta la siguiente cita para ilustrar más correctamente el enfoque de la escuela monetarista en cuanto a la inflación.

La inflación es primordialmente un fenómeno monetario producido por aumentos más rápidos de dinero, que el aumento de la producción (adviértase la palabra "primordialmente"). Los cambios substanciales en los precios o en el ingreso nominal son casi invariablemente el resultado de los cambios en la oferta nominal de dinero. Pero el punto general es evidente: aún cuando pueda parecer que las inflaciones tienen orígenes diferentes y carácter muy distinto, provienen de una sola causa y producen hablando de modo general un sólo conjunto de efectos.[28]

La expansión monetaria constituye, de esta manera, el elemento fundamental para el monetarismo en cuanto a la generación de inflación: la duda es saber en qué condiciones se propaga en el resto de la economía y en que forma afecta la producción y los precios siendo que es susceptible de observar en estos últimos, incrementos diferenciales, produciendo desplazamientos de un sector a otro.

[28] Butler Eamonn. Ibídem Pág..39

2.2.9 Definición de Términos Básicos

- **Agente Financiero del Gobierno:** Cuando realiza la colocación primaria de títulos valores emitidos por el Gobierno Nacional y la Administración Descentralizada (Letras del Tesoro, Bonos DPN y DP).

- **Agentes Económicos:** Expresión utilizada para hacer referencia a los sujetos activos del proceso económico. Se dividen en privados (Familias y Empresas) y públicos (sector público). Así mismo ha utilizado el mecanismo de colocación primaria de los Bonos Cero Cupón desde noviembre de 1989 permitiendo que las operaciones de Mercado Abierto se consoliden como el más importante instrumento de política monetaria, debido a que se ha regulado por intermedio de estas colocaciones la liquidez.

- **Banco Central:** Institución encargada de mantener la estabilidad de la moneda, tanto interna como externamente. Así mismo es responsable del control de la oferta monetaria y de las condiciones certificas del país.

- **Base Monetaria:** Es el pasivo monetario del Banco Central de Venezuela con el público y el Sistema Bancario; y está conformada por las monedas y billetes en circulación, más los depósitos que mantienen dichos sectores en este instituto.

- **Bonos:** Denominados también obligación, títulos a largo plazo que evidencian la deuda de una compañía o entidad que emite dicho instrumento. El tenedor del mismo podría recibir un interés mensual, Trimestral o Semestral por el uso del capital.

- **Bonos Cero Cupón:** Son títulos emitidos por el Banco Central de Venezuela, los cuales son utilizados como instrumentos restrictivos de política monetaria cuando son vendidos por su emisor o expansivos cuando son recomprados por la autoridad monetaria, su colocación es a corto plazo y como su nombre lo indica, no existe pago de intereses por cupón, es decir, se tiene una ganancia de capital en la operación, al comprar hoy por un valor menor, lo que representa a su vencimiento un capital mayor.

- **Bonos del Tesoro**: Son títulos emitidos por la República, a través del Ministerio de Hacienda.

- **Coeficientes de Encaje**: Fracción de los depósitos de los Bancos que deben mantener en reservas en una cuenta en el Banco Central.

- **Crecimiento Económico**: Aumento de la producción total de un país durante un lapso de tiempo, el cual se mide normalmente con la natural de incremento del PNB real de un país.

- **Descuento:** Diferencia entre el valor nominal de un bono y el precio de su venta. La diferencia entre el valor nominal y el precio de venta, se absorben como gasto en la fecha en que se incurren, y puede considerarse como

cargo diferido asignable al tiempo durante el cual los bonos se encuentran en circulación.

- **Encaje Legal:** Es el porcentaje de reservas que los bancos y otros institutos de crédito están obligados a mantener por los depósitos y demás obligaciones. Existen diferentes categorías: Ordinario, Adicional, Especial y Selectivo. El primero debe mantenerse en un 66,7 % en el Banco Central, mientras que los restantes en un 100 %. Cabe señalar, que estos depósitos no perciben ninguna remuneración, acorde con la Ley vigente.

- **Índice de Precio al Consumidor:** Mide los precios al por menor de una canasta familiar fija de varios miles de bienes y servicios que compran las familias. Es un índice de precios explícitos en el sentido de que mide directamente los cambios en el promedio ponderado de los precios de los bienes y servicios que compran las familias a través del tiempo.

- **Tasa de Inflación**: Es el aumento sostenido del nivel general de precios, medidos en variaciones porcentuales (%) ínter - anuales.

- **Letras del Tesoro:** Son títulos valores emitidos por la tesorería nacional a corto plazo, con el objeto de cubrir déficit transitorios de caja.

- **Liquidez Monetaria:** Liquidez Monetaria u Oferta de Dinero es la cantidad de dinero en manos del público, entendiéndose por éste todo ente diferente del Sistema Bancario o el Gobierno Central. En Venezuela el concepto de Liquidez Monetaria comúnmente utilizado es el de M_2. Este

concepto comprende el efectivo (monedas y billetes emitidos por el Banco Central) y los depósitos a la vista emitidos por el Sistema Bancario que se encuentran en poder del público, lo cual constituye el Circulante M_1, y los depósitos de ahorro y a plazo, certificados de ahorro y bonos quirografarios emitidos por el Sistema Bancario en manos del público, lo cual conforma el cuasidinero. Un concepto más amplio es el de M_3 en el cual se incluyen las cédulas hipotecarias en poder del público.

- **Mercado de Capitales o Valores:** Es aquel donde se negocian títulos-valores a medianos y largo plazo, los cuales son negociables y con características financieras.

- **Mercado Monetario:** Entre los agentes económicos que lo integran, se destacan los bancos en sus interrelaciones, tomando o concediendo préstamos de dinero, con el público inversionista.

- **Mercado Primario:** Es aquel donde se colocan títulos-valores por primera vez en el mercado.

- **Mercado Secundario:** Es aquel donde se transan valores ya existente en la economía (segunda colocación)

- **Oferta Monetaria**: Está comprendido por el efectivo en mano del público más los depósitos, según el tipo de depósitos que se incluya (a la vista, ahorro y plazo).

- **Operaciones de Mercado Abierto**: Son aquellas operaciones que efectúa el Banco Central en el mercado de valores mediante la compra-venta de títulos públicos o privados, con la finalidad primordial de regular los niveles de liquidez, así como evitar las fluctuaciones erráticas del mercado de valores.

- **Over Night:** Términos que se emplea para definir las operaciones interbancarias a nivel diario.

- **Política Fiscal:** Dirección gubernamental de la economía mediante la variación del volumen y contenido de los impuestos, deuda pública, gasto público, fondos gubernamentales, etc.

- **Precio:** Es el valor monetario que el inversionista ofrece para la adquisición de un título.

- **Reporto:** Se pueden definir como aquellas intervenciones que efectúan los Bancos Centrales en el mercado de valores mediante la compra-venta de títulos públicos o privados, con la finalidad primordial de regular los niveles de liquidez monetaria, así como evitar las fluctuaciones erráticas del mercado.

- **Repos:** Operaciones de compra – venta de títulos valores con el acuerdo de recomprarlos o revenderlos en el futuro, en una fecha y en condiciones financieras preestablecidas.

- **Repo Bloqueado:** los títulos comprados son registrados en una cuenta aparte y permanecen inamovibles hasta que se extinga la obligación. Este se corresponde con la operación de asistencia financiera que efectúan los bancos centrales con las instituciones financieras. O sea, que en este caso la operación toma la forma de un crédito con garantía, siendo esta la operación originaria que motivó la aparición de un instrumento más flexible.

- **Repos Clásicos:** es una operación de venta o compra temporal de títulos valores en la cual se acuerda la fecha de recompra o reventa, mas el pago por parte del vendedor de una tasa de interés. Los títulos recibidos pueden ser objeto de negociación durante la vigencia del acuerdo, pero al vencimiento existe la obligación de devolver los mismos títulos, debido a que la transferencia de la propiedad es de carácter temporal. El tenedor temporal de los títulos podrá vender los mismos en el mercado como un nuevo REPO de menor plazo. En mercados donde los títulos valores son fungibles al vencimiento se pueden recibir otros títulos que tengan condiciones financieras que los iguales en cuanto a cantidad y calidad o sea que deben entregarse títulos de la misma especie.

- **Repos Especiales:** son los que se efectúan sobre un titulo valor específico.

- **Repos Intradiarios:** el plazo del acuerdo es menor a un día. En algunos países, de no ser posible para la institución vendedora honrar la obligación, el acuerdo contempla la conversión del mismo al plazo de 24 horas conocido como plazo overnight. Estos contratos respaldan el eficiente

funcionamiento de los sistemas de pago a los efectos del la Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR).

- **Repo de Plazo Abierto:** los contratantes acuerdan que la operación se completará por la voluntad manifiesta de una de las partes de efectuar la recompra o la reventa. El valor de los títulos objeto de compra-venta temporal se ajusta en función de las tasas de interés del mercado.

- **Repo o Simultáneas:** conserva las características de los REPO clásicos. Son operaciones compuestas por dos transacciones efectuadas en un mismo momento, la primera, en el presente, al cantado y, la segunda, a plazo, por un mismo valor nominal y entre los mismos agentes. Esta modalidad permite la realización de nuevos REPO sobre los títulos comprados por plazos superiores a la fecha de vencimiento del acuerdo original, pudiéndose también vender estos títulos en forma definitiva, dado que su obligación es la de entregar valores iguales o similares en la fecha pactada para la segunda operación "venta" a cambio del importe en efectivo. Estas operaciones son conocidas como "simultáneas" en algunos países como España y Colombia, en tanto que en el grueso de países de la Comunidad Europea son conocidas simplemente como REPO.

- **Repo Tripartitos:** Son aquellos en que la parte que actúa como compradora no puede ejercer por si misma la custodia del titulo comprado por lo que requiere la contratación de los servicios de custodia de una tercera parte.

- **Subasta:** Venta de títulos valores con montos anunciados que por intervención del Banco Central de Venezuela se adjudican al mejor postor.

- **Títulos de Estabilización Monetaria:** Son títulos de créditos emitidos por el Banco Central con el propósito de cumplir con los lineamientos de su política monetaria, utilizando para ello Operaciones de Mercado Abierto. Es un instrumento considerado de cero riesgo, que contempla un interés al vencimiento, puede ser colocado a la par, a descuento o con prima y no esta exento de impuesto.

2.2.10 Índice de Precios[29]

2.2.10.1 Definición:

Un índice de precios es un indicador estadístico que mide la variación en el valor de un conjunto de bienes y/o servicios para un período de tiempo considerado. (Índice de precios tipo Laspeyres.)

2.2.10.2 Componentes de un Índice de Precios:

Para la elaboración de un índice de precios tipo Laspeyres se requiere:

- Una canasta de bienes y/o servicios del período base.
- Una estructura de ponderaciones del período base.
- Precios del período base.
- Precios del período de referencia.

2.2.10.3 Información Básica del IPC:

- Canasta de Bienes y Servicios.
- Importancia, Peso o Ponderación del Gasto.
- Precios mensuales de cada Bien y Servicio.

2.2.10.4 Principales Índices de Precios que produce el BCV:

- Índice de precios al consumidor (IPC)
- Índice de precios al mayor (IPM)
- Índice de precios al productor (IPP)
- Índice de insumos de la construcción (IPIC)

2.2.10.5 Índice de Precios al Consumidor (Área Metropolitana de Caracas)

• Cobertura Geográfica:	Área Metropolitana de Caracas
• Base de Comparación:	Año 1984
• Ponderaciones: presupuestos	Resultados de la encuesta de familiares
• Periodicidad:	Mensual
• Disponibilidad	Al final de cada mes
• Tamaño de la Muestra:	Artículos: 349

[29] Departamento de Precios del BCV, Índice de Precios, Folleto

Establecimientos: 2.940

Variedades de productos: 12.704

- Número de datos procesados: 53.851 Aproximadamente

2.2.10.6 Índice de Precios al Productor (Sector Manufacturero)

- Cobertura Geográfica: Área Metropolitana de Caracas, Maracay, Valencia, Maracaibo y Barquisimeto.
- Base de Comparación: Año 1984
- Ponderaciones: Valor de la producción Encuesta Industrial
- Periodicidad: Mensual
- Disponibilidad Al final de cada mes
- Tamaño de la Muestra: Artículos: 350, Establecimientos: 487
- Número de datos procesados: Aprox. 3.094 datos

2.2.10.7 Índice de Precios al Mayor

- Cobertura Geográfica: Área Metropolitana de Caracas, Maracay, Valencia, Los Teques, San Antonio de los Altos, Carrizal, El Junquito y Carayaca.
- Base de Comparación: Año 1984
- Ponderaciones: Ventas Comerciales a nivel Mayoristas

- Periodicidad: Mensual
- Disponibilidad Al final de cada mes
- Tamaño de la Muestra: Artículos: 475, Establecimientos: 364
- Número de datos procesados: Aprox. 3.323 datos

2.2.10.8 Publicación de los Índices de Precios:

- Boletín de Indicadores Semanales
- Boletín Mensual
- Anuario de Estadísticas de precios y mercado Laboral
- Pagina Web BCV ; dirección: HTTP\\WWW.BCV.ORG.VE

2.2.10.9 Utilidad de los Índices de Precios:

- Como estimador oficial de la cifra de inflación del país (IPC).
- Para evaluar la efectividad y el impacto de las decisiones de política económica.
- Como deflactor para las estimaciones de las cuentas nacionales.
- Como base de cálculo para los ajustes de sueldos, salarios, prestaciones sociales y otros tipo de ingresos (IPC).
- Para medir la evolución de los precios del sector construcción (IPIC).
- Como instrumento de escalación del costo de insumos de la construcción.

2.2.10.10 Recomendaciones para el uso de un índice de precios

- Claridad en la conceptualizacion, manejo y alcance del indicador.
- Selección del indicador más adecuado según el fin y característica del área en estudio.
- Cada variable debería tener su propio deflactor.
- Tener información sobre la confiabilidad y representatividad del mismo.
- Base de comparación del Índice.

2.2.10.11 Interrogantes sobre el IPC.

¿ Que dice en la práctica un Índice de Precios?

Indica el incremento de los precios con relación a un período base (generalmente un año) al cual se le asigna el nivel 100 = 1984. Por ejemplo, el valor del IPC en Febrero 1999, base 1984 = 100 fue 15.797,6 esto indica que en promedio los niveles de precios aumentaron en 15.697,6 con relación a los que prevalecieron en 1984.

¿ Que quiere decir que el IPC aumentó 29,9 % en 1998?

Implica que en diciembre de 1998 se necesitaron 129.000 bolívares para adquirir un conjunto de bienes y servicios que en diciembre de 1997 costaban 100.000 Bolívares.

2.2.11 Otros Marcos Conceptuales: Política Monetaria[30]

2.2.11.1 Definición:

La política monetaria se puede definir como el conjunto de acciones y decisiones adoptadas por las autoridades del Banco Central de Venezuela con el propósito de regular la circulación monetaria, el costo y la disponibilidad del crédito para todos los sectores de la economía. Existe una política monetaria de signo contractivo cuando las decisiones del Banco Central reducen la circulación de medios de pago, endureciendo por consecuencia las condiciones de contracción de nuevas deudas; mientras que la política tendrá un carácter de expansivo, cuando la intervención del Instituto emisor aumenta la circulación de dinero, facilitándose así la demanda de crédito.

2.2.11.2 Objetivos de la Política Monetaria:

Las decisiones del Banco Central de Venezuela en el ámbito monetario tienen un amplio impacto sobre las principales variables Macroeconómicas, tales como:

- Los niveles de la actividad económicas.
- Los niveles de precios y de empleos.
- Las tasas de interés y de cambio y
- El acervo de las reservas internacionales.

El Banco Central de Venezuela tiene en la política monetaria un instrumento de gran poder para coadyuvar en el logro de los objetivos de la política económica global diseñada por el alto gobierno nacional, los cuales se pueden resumir en:

- Crecimiento económico sostenido.
- Elevados niveles de empleo.
- Estabilidad de precios.
- Balanza de pago equilibrada o manejable
- Un alto nivel de bienestar de la población.

El propósito final de la Política Monetaria se expresa en los objetivos de la política económica general, pues corresponde al Banco Central "crear y mantener las condiciones monetarias, crediticias 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" (Art. 5 Ley del BCV).

La Política Monetaria no actúa directamente sobre las variables objetivos finales de la política económica (inflación, tipo de cambio y las demás variables), sino sobre la masa monetaria en circulación, las reservas bancarias y las tasas 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 tasa de cambio de la economía.

[30] Fajardo Cortes, Victor. Objetivos e Instrumentos de Política Monetaria. BCV. Exposición

Es por esta vía que se trasmite el impacto de la Política Monetaria sobre los principales agregados Macroeconómicos.

2.2.11.3 Ayudar a la Estabilidad del Tipo Cambio:

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.

Ello significa 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 necesarias a su debido costo de oportunidad para el pago de los sectores públicos y privados a sus acreedores externos.

Dicho logro es apoyado por la intervención del Banco Central de Venezuela en el mercado monetario en procura de que se alcancen tasas de interés atractivas para el ahorro nacional, con lo cual se evita la salida de capitales al exterior y se fortalece la cotización y el valor externo de la moneda.

Debido a este íntimo vinculo entre la esferas monetaria y cambiaria, por regla general casi todos los bancos centrales del mundo guardan para sí la responsabilidad de administrar las reservas internacionales y la gestión de la política cambiaria.

Estos dos instrumentos monetario y cambiario se refuerzan entre sí, constituyen las armas principales a disposición del Banco Central de Venezuela para su combate contra la inflación y la defensa de la estabilidad del tipo de cambio.

2.2.11.4 Contribuir a la estabilidad del sistema financiero y de pagos de la economía:

El Banco Central de Venezuela, apoyado en el monopolio exclusivo de la emisión de monedas y billetes del país, cumple con la función de prestamista de última instancia de todo el sistema bancario. Mediante esta asistencia financiera, el BCV regula la circulación monetaria y atiende los problemas transitorios de liquidez que presentan algunos bancos, proporcionando estabilidad al sistema. En circunstancias de emergencias los bancos centrales están facultados también para conceder recursos extraordinarios dirigidos a enfrentar situaciones que pudieran desencadenar crisis bancarias generalizadas y un colapso del sistema de pagos de la economía.

Como se sabe, cuando un banco experimenta una disminución sostenida de sus depósitos tiene que reajustar su política de crédito, vender títulos de la deuda pública, utilizar financiamiento del mercado interbancario o acudir al crédito del Banco Central. En circunstancias normales, este proceso de ajuste se cumple fluidamente y sin mayores problemas, pero existen casos excepcionales de insuficiencia de liquidez por inmovilización de créditos, imprudencia en las colocaciones u otros casos fortuitos. Surgen,

además, retiros masivos de fondos debido a la pérdida de confianza por parte del público, situación que afecta incluso a instituciones de gran solidez. En tales casos la asistencia financiera del Banco Central de Venezuela no puede dejarse esperar, ya que de lo contrario podría registrase una crisis de grandes proporciones capaz de lesionar al sistema bancario y la economía en general.

Experiencias sumamente desfavorables se han registrado en algunos países por la simple demora en atender las peticiones de un banco con reducidas liquidez. Además, generalmente se concibe que la función de prestamista de última instancia se encuentra íntimamente vinculada con la solución de problemas de esta naturaleza y que el Banco Central constituye una garantía de solidez y solvencia del sistema bancario. Su asistencia oportuna, así como su orientación y sus consejos, son elementos en los cuales descansa la confianza del público y de la comunidad financiera.

Naturalmente, no puede esperarse que las autoridades monetarias puedan continuar prestando ayuda indefinida a una institución que se mantenga en situación permanente de iliquidez o que no haga esfuerzos razonables por alcanzar su recuperación. Se impone en estos casos la necesidad de tomar las más drásticas medidas que autoricen las leyes, teniendo siempre en cuenta que el interés de la comunidad está por encima de la institución que origina el problema. Es claro, por lo tanto, que para la efectiva gestión de la Política Monetaria por parte del Banco Central, la existencia de un sistema bancario sano, fuerte y competitivo es una condición fundamental, pues las instituciones financieras son los canales naturales a través de los cuales se hacen sentir las decisiones de la autoridad monetaria.

2.2.11.5 Instrumentos de la Política Monetaria:

El Banco Central de Venezuela cuenta con un conjunto de instrumentos para cumplir con los objetivos de su Política Monetaria. Estos medios de intervención están delimitados en su propia Ley y en la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras, y se pueden clasificar en dos grupos: Instrumentos de Carácter Selectivo e Instrumentos de Carácter General.

2.2.11.5.1 Los Instrumentos de Carácter Selectivo.

Son medios de intervención directa que complementan los instrumentos de carácter general a disposición del BCV. Los mismos están concebidos para garantizar tasas de interés preferenciales para determinadas actividades económicas consideradas como prioritarias, para establecer encajes adicionales y selectivos dirigidos a afectar determinadas operaciones de los bancos, lograr topes de carteras de crédito mínimos hacia actividades y regiones del país que se desean desarrollar o proteger.

2.2.11.5.1.1 Fundamento legal:

Estas atribuciones están contempladas en los artículos 48 y 50 de la Ley del BCV.

Artículo 48, Numeral 6: "... El Directorio deberá establecer condiciones especiales para las operaciones aquí previstas, cuando se celebren

con garantías de títulos de crédito provenientes de operaciones destinadas al financiamiento de programas agrícolas, pecuarios, forestales y pesqueros, determinados por el Ejecutivo nacional.

Artículo 48, Numeral 8: El BCV podrá: "Descontar y redescontar letras de cambio, pagarés u otros títulos provenientes de operaciones, en virtud de las actividades agrícolas que determine el Ejecutivo Nacional, considerando para ello los respectivos términos de vencimiento, prescripción y caducidad.

A este fin, el Banco Central de Venezuela podrá establecer cupos de redescuento de los títulos de crédito anteriormente señalados para atender programas agrícola vegetal, agrícola animal, forestal y pesquero; pagos de cosechas y planes especiales que el Ejecutivo Nacional haya determinado.

Articulo 50: "Con el objeto de regular el volumen general de crédito bancario y de evitar que se acentúen tendencias inflacionarias, el Banco Central de Venezuela podrá fijar, los porcentajes máximos de crecimiento de los préstamos e inversiones para períodos determinados, así como topes o límites de cartera para tales préstamos e inversiones.

Estas medidas podrían ser establecidas, en forma selectiva, por sectores, zonas, bancos e instituciones financieras o cualquier otro criterio idóneo de selección que determine el Directorio.

2.2.11.5.1.2 ¿Cómo operan los instrumentos de Carácter Selectivo?

Mediante decisiones administrativas, el Directorio del BCV influye en la redistribución del crédito bancario, favoreciendo el desarrollo de sectores específicos de la economía, determinados por el Ejecutivo Nacional.

Tradicionalmente, las actividades agrícolas han contado con medidas de esta naturaleza, a través de las cuales se establece una cartera agrícola obligatoria que garantiza un flujo mínimo de financiamiento al sector y tasas de interés menores a las del mercado. Los recursos aplicados en estos programas crediticios provienen del sistema bancario, pero éstos pueden reponer dichos fondos, en condiciones especiales, mediante solicitudes de préstamos al BCV con garantía de los títulos de crédito otorgados al sector agrícola. Así mismo, en oportunidades se han establecido encajes adicionales por los depósitos del sector público en el sistema bancario y por determinadas operaciones activas de la banca, dirigidos a desestimular dichas actividades.

2.2.11.5.2 Instrumentos de Carácter General.

Incluyen todos aquellos instrumentos que permiten al Banco Central tener una actuación general sobre el conjunto de las instituciones financieras del país. Entre éstos se encuentran:

- Operaciones de Redescuentos, Anticipos y Reporto
- Fijación de un coeficiente mínimo de Encaje Legal
- Control administrativo de las Tasas de Interés

- Persuasión Moral
- Operaciones de Mercado Abierto

2.2.11.5.2.1Operaciones de Redescuentos, Anticipos y Reporto

Son créditos otorgados por el Banco Central de Venezuela a los Bancos y otras Instituciones Financieras con el objeto de suministrar transitoriamente liquidez al sistema y estabilizar el ritmo de la circulación monetaria. Dichos Préstamos son concedidos discrecionalmente por el Directorio del BCV con garantías sustentadas en letras de cambio, pagarés elegibles, letras del tesoro y otros valores públicos, en plazos que oscilan entre 30 y 90 días, prorrogable por una sola vez.

2.2.11.5.2.1.1 Fundamento Legal:

El artículo 48 la Ley del BCV, autoriza al Instituto para efectuar las operaciones de redescuento, anticipo y reporto con los bancos e instituciones financieras, en los siguientes términos: "otorgar créditos de hasta treinta (30) días, prorrogable por una sola vez, hasta por el mismo período, con garantía de títulos de créditos relacionados con operaciones de legítimo carácter comercial y otros títulos de crédito, cuya adquisición le está permitida los bancos e instituciones financieras. Los referidos créditos podrán adoptar la forma de descuentos, redescuentos, anticipo y reporto, en las condiciones que determine el Directorio del Banco Central de Venezuela" (Numeral 6). Así mismo, "En casos excepcionales, previo el voto favorable de seis (6) de los miembros del Directorio, el plazo establecido en el numeral 6 de este articulo

podrá ser elevado hasta (90) días prorrogables por una sola vez, por igual período, cuando estrictos requerimientos de liquidez inmediata del respectivo banco o institución financiera, así lo justifiquen" (Numeral 9).

2.2.11.5.2.1.2 ¿Cómo funcionan las operaciones de redescuentos anticipo y reporto?

Este tipo de operaciones afecta la liquidez del sistema bancario a través de la tasa de interés y de la disponibilidad de fondos de mercado financiero. Cuando el BCV le concede redescuento, anticipo y reporto (RAR) a los bancos entrega monedas y billetes a los mismos y recibe, a cambio, títulos valores que garantizan el préstamo. En esta transacción, el dinero nuevo que reciben los bancos aumentan sus reservas bancarias, con las cuales satisfacen sus necesidades transitorias de liquidez y pueden conceder más créditos a sus clientes. Como resultado final, la economía dispone de una mayor capacidad de gasto a través de los nuevos créditos que puede otorgar el sistema bancario, apoyado en los fondos del RAR que ha recibido del BCV, de ese modo aumenta la circulación monetaria de la economía.

Los RAR son préstamos de muy corto plazo (30-90 días) que deben pagar los bancos a su vencimiento. Cuando se cancelan los RAR, se produce un efecto contractivo de la liquidez. Los bancos devuelven pagos en la forma de billetes y monedas, con los cuales se reducen sus reservas bancarias y por tanto su disponibilidad de fondos para hacer prestamos a su cliente. Como resultado, la economía ve reducida su capacidad de gasto, pues los bancos deben reducir la concesión de nuevos préstamos para poder pagar al BCV. En

contrapartida, el BCV devuelve los títulos a los bancos asistidos financieramente.

En las operaciones de RAR, el BCV cobra una tasa de interés a los bancos (denominada tasa de redescuento), Si la decisión del Directorio es de elevar la tasa de redescuento, se encárese el crédito del Banco Central de Venezuela para los bancos, por lo que cabría esperar una reducción de las solicitudes de redescuento y un alza de la tasa de interés que a su vez cobran los bancos a sus clientes, es decir, debido a esta relativa escasez de fondos como a la mayor tasa de redescuento que tienen que pagar los bancos, se produce un aumento de la tasa de interés del mercado financiero. El resultado final estaría dado por un encarecimiento del crédito en la economía que haría disminuir la demanda de préstamos y por tanto se reduciría la circulación monetaria.

Por lo tanto un aumento de la tasa de redescuento por parte del BCV es indicativo de una Política Monetaria contractiva. En caso contrario, cuando el BCV disminuye la tasa de redescuento trasmite una señal de reducción de la tasa de interés del mercado financiero, lo cual significa una Política de expansión monetaria.

La limitación más importante que presentan los RAR como instrumento de Política Monetaria es que su uso no depende sólo de una decisión unilateral del BCV, sino también de la voluntad que tenga el sistema bancario de recurrir a los RAR del Instituto Emisor. Es decir, la efectividad de la Política Monetaria podría verse muy comprometida cuando las instituciones

financieras no respondan favorablemente a las señales de tasa de interés que envía el BCV al mercado monetario.

2.2.11.5.2.2 Fijación de un coeficiente mínimo de Encaje Legal.

Por Ley el Banco Central de Venezuela establece un coeficiente de encaje mínimo para todos los depósitos del público en todos los bancos e instituciones financieras regidos por la Ley General de Bancos. Dicha facultad constituye un instrumento para regular el crédito bancario a través de las reservas bancarias, pues según como sea el valor del coeficiente de encaje los bancos podrán disponer de una mayor o menor proporción de los depósitos del público. En el caso de que el coeficiente se establezca en 12% para todo el deposito (a la vista, de ahorro y de plazo), por cada 100 bolívares que el público deposite en los bancos, éstos sólo podrán prestar o invertir en una primera ronda hasta un máximo de 88 bolívares, ya que los restantes 12 bolívares deberán ser inmovilizados como encaje legal u obligatorio en el Banco Central de Venezuela. Es claro que mientras menor sea el tamaño del coeficiente, mayor será la disponibilidad de fondos del sistema bancario para otorgar préstamos a sus clientes y mayor, en consecuencia, el impacto que tendrían los depósitos del público sobre la liquidez monetaria.

2.2.11.5.2.2.1 Fundamentos Legal

Las disposiciones que autorizan al BCV para regular los encajes bancarios están contenidas en los artículos 48, 52, 53, 54 y 55 de su Ley, los mismos rezan así.

Artículo 48, Numeral 1: El Banco Central Venezuela queda autorizado para "Recibir depósitos a la vista y a plazo y necesariamente, la parte de los encajes que se determine de conformidad con la Ley. Los depósitos a la vista y los encajes formarán la base del sistema de cámaras de compensación, que funcionará de acuerdo con las reglas que dicte el Banco Central de Venezuela."

Artículo 52: " Los montos correspondientes al encaje legal, que mantengan en el Banco Central de Venezuela los bancos u otras instituciones financieras, son inembargables."

Artículo 53: " Los bancos y demás instituciones financieras, deberán mantener el encaje que determine el Banco Central de Venezuela, en función de su política monetaria. Dicho encaje estará constituido por moneda de curso legal, salvo que se tratare del encaje por obligaciones en moneda extranjera, en cuyo caso deberá estar constituido por el tipo de moneda que determine el Banco Central de Venezuela."

Artículo 54: "La porción del encaje depositada en el Banco Central de Venezuela podrá ser remunerada parcialmente por razones de política monetaria y financiera, en los términos y condiciones que, a tal efecto, establezca el Directorio del Banco Central de Venezuela."

Artículo 55: " El Banco Central de Venezuela establecerá la forma de cálculo a efectos de determinar la posición del encaje aquí previsto; así mismo

la tasa de interés que deberán pagar los bancos y demás instituciones financieras, por el monto no cubierto de dicho encaje".

2.2.11.5.2.2.2 ¿Cómo opera el coeficiente de Encaje Bancario?

El manejo del encaje legal por parte del BCV constituye un poderoso instrumento de Política Monetaria que tiene un efecto directo e inmediato sobre el uso de las reservas bancarias (cantidad de monedas y billetes en poder de los bancos). Cuando el BCV establece un coeficiente mínimo de encaje, divide las reservas de los bancos en dos porciones: una de reserva legal y otra de reserva excedente o voluntaria. Los bancos sólo pueden conceder préstamos con la porción de reservas excedentes, pues la porción de reserva legal debe mantenerse inmovilizada en las bóvedas del BCV. Ambas porciones, en su mayor parte, permanecen en el BCV en una Cuenta Única que tiene cada banco, mediante la cual se compensas los cheques girados contra las respectivas instituciones, sin que haya movilización física de las reservas bancarias. A través de este sencillo mecanismo, el BCV puede aumentar o disminuir las reservas disponibles de los bancos, según como sea el signo de la Política Monetaria.

Un aumento del porcentaje de encaje tiene un efecto restrictivo sobre las reservas bancarias disponibles, lo que provoca una reducción de la circulación monetaria, una vez que declina la actividad crediticia por escasez de fondos prestables; mientras que una disminución de dicho porcentaje expande las reservas bancarias exedentaria, y por esa vía se incrementa la liquidez monetaria, una vez que los bancos concretan nuevos préstamos con

los fondos liberados por la medida de encaje.

2.2.11.5.2.3 Control administrativo de tasas de interés.

En la gestión de la política monetaria, el Banco Central de Venezuela escoge entre dos grandes opciones: controlar directamente las tasas de interés del mercado o controlar la oferta de dinero.

Lógicamente, cuando se optan por el control directo de las tasas, la decisión administrativa del Banco Central de Venezuela implica la fijación de una tasa de interés máxima para los créditos bancarios y una tasa de interés mínima para los depósitos del público. De esta manera el Banco Central de Venezuela regula la competencia interbancaria dentro de los rangos de tasas establecidas, inyectando la oferta monetaria que el sistema financiero demande. En la segunda opción los instrumentos de política monetaria se orientan hacia el control de la oferta monetaria correspondiendo al mercado fijar el nivel de las tasas de interés de acuerdo con la oferta y demanda de dinero. Para ello el Banco Central de Venezuela establece un programa monetario donde la intervención del instituto consiste en aumentar la base monetaria si estima que hay escasez de fondo, o en absorber aquella si considera que existe un exceso de liquidez en el mercado. En este caso se renuncia al control directo de los tipos de interés y se adopta el sistema libre de mercado, en cuyo marco de intervención del Banco Central de Venezuela incidirá sobre las tasa de interés del mercado pero de un modo indirecto. Es decir, las tasas bajarán o subirán en función de la mayor o menor oferta

monetaria que determine el Banco Central de Venezuela con sus instrumentos de política monetaria dada la demanda de dinero.

2.2.11.5.2.4 Persuasión Moral.

Regularmente las autoridades de la banca central, basadas en la elevada influencia que ejercen sus declaraciones en la conducta de los operadores económicos, recurren a este poder persuasivo para lograr determinados propósitos de Política Monetaria. En oportunidades se producen reuniones con los banqueros donde el Banco Central los pone en cuenta de determinadas practicas inconvenientes a los objetivos monetarios (por ejemplo, excesiva expansión del crédito, tasas de interés muy bajas, etc.) y ello es suficiente para que se introduzcan los correctivos deseados. En el fondo, existe la convicción de que el Banco Central tiene las herramientas coercitivas necesarias para hacer cumplir sus orientaciones, en el caso de que no se atiendan sus requerimientos.

Es práctica común, por lo demás, que las autoridades monetarias hagan del conocimiento público los lineamientos y objetivos de la Política Monetaria, y que a través de este mecanismo consigan un nivel deseado de cooperación del sistema bancario que haga innecesaria la adopción de ciertas medidas generales o selectivas de Política Monetaria. Obviamente, la persuasión moral tiene mayor impacto en el sistema mientras mayor sea el poder de determinación de los instrumentos formales de Política Monetaria, lo cual paradójicamente reduce la necesidad de intervención del Banco Central en el mercado monetario para alcanzar sus objetivos propuestos.

2.2.11.5.2.5 Operaciones de Mercado Abierto (OMA).

Consiste en la compra o venta de títulos públicos por parte del BCV en el mercado de capitales, donde la contrapartida puede ser el público, los bancos u otras instituciones financieras. Mediante estas operaciones el Instituto Emisor actúa directamente sobre el volumen de dinero en circulación e indirectamente sobre la tasa de interés del mercado financiero. Cuando la decisión de Política Monetaria es expandir la circulación monetaria de dinero, el BCV compra títulos públicos en manos de terceros y paga con nueva emisión de dinero o Base Monetaria, la cual en condiciones de competencia debería incidir en una baja de la tasa de interés del mercado, puesto que la oferta de fondos ha sido incrementada y la demanda no ha variado. En caso contrario, cuando la orientación de la Política es contractiva, el BCV vende billetes y monedas que estaban en poder del público o del sistema bancario.

2.2.11.5.2.5.1 Fundamento Legal.

Las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) del BCV están reguladas por el artículo 48 de su Ley. De acuerdo con el numeral 4, el BCV queda autorizado para: "Comprar y vender, en mercado abierto, títulos valores u otros instrumentos financieros, según lo previsto en esta Ley".

2.1.11.5.2.5.2 Cómo funcionan las Operaciones de Mercado Abierto.

El uso de las OMA por parte del BCV persigue aumentar o disminuir la

cantidad de monedas y billetes en poder del sistema bancario y del público, para incidir sobre los costos y disponibilidades de crédito de la economía. Cuando las OMA involucra a un banco, el efecto monetario directo se causa sobre el nivel de las reservas bancarias. En este caso, la ejecución de una Política Monetaria restrictiva se traduce en una venta de títulos públicos (opción por los lados del activo) o en una emisión de títulos propios (Bonos Cero Cupón, Títulos de Estabilización Monetaria, u opción por el lado del pasivo) que son adquiridos por el banco en cuestión y pagados con monedas y billetes de sus propias reservas. De esta forma, el sistema bancario aumenta su inversión en títulos públicos, pero reducen sus fondos prestables al público, con el siguiente impacto astringente sobre la oferta de crédito o liquidez monetaria.

Cuando la contraparte de las OMA es el público, el resultado final es el mismo que en la situación anterior. El BCV entrega títulos valores propios o de terceros a cambio de monedas y billetes que el público tiene depositados en el sistema bancario y que son movilizados a través de un cheque de su banco. Una vez que el BCV hace efectivo el cobro, se reducen las reservas bancarias, con sus efectos subsiguientes sobre la liquidez monetaria. En la situación contraria, el BCV interviene en el mercado como un comprador de títulos públicos o propios, los cuales cancela con nueva emisión de dinero, que aumenta en poder del público y las reservas bancarias, con el consiguiente efecto expansivo sobre la liquidez monetaria.

Cabe destacar que cuando el BCV actúa con las OMA en función de objetivos de Política Monetaria, compite con los restantes operadores del

mercado y en interacción con estos se fijan los precios, riesgos y rendimientos de los títulos objetos de la compra-venta. No obstante hay una gran diferencia en la motivación que tiene cada sector en estas operaciones. Mientras el móvil de la participación del sector privado en el mercado es la minimización del riesgo y maximización del beneficio, la actuación del BCV no se considera el criterio del lucro como factor determinante. Pudiera darse el caso que el objetivo de la Política Monetaria plantee al BCV la realización de las OMA que impliquen fuertes pérdidas financieras para el Instituto y que las mismas se materialicen. La Ley del BCV, en su artículo 60, contempla esta posibilidad: " En caso de que la ejecución de las políticas necesarias para la consecución de los cometidos que le asigne la presente Ley, pueda ocasionar disminuciones en el patrimonio del Banco Central de Venezuela, corresponderá a la República realizar los aportes que sean necesarios para su reposición". En el ordenamiento jurídico subyace el criterio de que la misión del BCV transciende los resultados de su propio balance, y que bien vale la pena incurrir en los costos de Política Monetaria, si con ello se contribuye a un propósito de interés nacional o del Estado.

CAPÍTULO TERCERO

MARCO METODOLÓGICO

3.1 Tipo de Investigación

Esta investigación es de tipo descriptivo, con esto se quiere mostrar cómo han incidido las medidas de políticas monetarias en la estabilidad de la economía venezolana en el período 2000-2002. Es una investigación, tipo analítico, porque pretende establecer respuestas a políticas usadas, basadas en las estadísticas de la nación, se utilizaran gráficos, para tratar de ilustrar de una forma clara y concisa el trabajo realizado, el cual da una buena ilustración del tema.

3.2. Diseño de Investigación

El diseño de investigación del presente Trabajo Especial de Grado es documental. El cual consiste en el estudio de problemas con el propósito de ampliar y profundizar el conocimiento de su naturaleza, con apoyo, principalmente en trabajos previos, información y datos divulgados por medios impresos, audiovisuales o electrónicos. La originalidad del estudio se refleja en el enfoque, criterios, conceptualizaciones, reflexiones, conclusiones, recomendaciones y, en general, en el pensamiento del autor.

3.3. Instrumentos y Modelos Utilizados

Los instrumentos que se emplean son los tradicionalmente conocidos:

- Series Estadísticas
- Recolección de Datos Estadísticos
- Revistas especializadas
- Biografías especializadas
- Publicaciones referidas al tema
- Internet (Página Web BCV)

Los instrumentos elegidos están fundamentados en las existencias de publicaciones realizadas por el organismo ejecutor de la política monetaria (BCV) donde se describe la actuación de los instrumentos de política existentes en el estudio, además otras publicaciones económicas referidas al tema de investigación dada la importancia que reviste el tema.

El criterio de recopilación de la fuente está orientado a establecer procedimientos selectivos de obtención de información para garantizar la confiabilidad de los datos presentados. La existencia de información estadística en el tema de investigación está presente en informe económicos provenientes del Banco Central de Venezuela lo cual permite establecer los comportamientos y las tendencias de las variables estudiadas suministrándoles de esta manera valor agregado a las cualidades técnicas. Se presentan gráficos como parte importante del Trabajo Especial de Grado. La relación de los mismos permitirá la mejor documentación posible al problema, inflacionario y de la liquidez.

3.4.Técnicas de Recolección de Datos

Dado que se cuenta con suficiente bibliografía y por ende, de información suministrada por el Banco Central de Venezuela, permite al investigador realizar ciertas selecciones a las mismas, tomando las que mejor se adapten al tema.

El proceso de recolección, será el que se enuncia a continuación:

- Recolección de datos y literatura referente a la investigación.
- Selección de los mismos en cuanto a los más relevantes temas dirigidos al objetivo final.
- Analizar las estadísticas oficiales y de instituciones académicas de investigación con el propósito de poder aplicar los procedimientos y técnicas más adecuadas para seleccionar las más relevantes para el presente estudio.

3.5 Técnicas de Presentación de Resultados

La información será recabada y proyectada de una manera habitual, que como todo trabajo especial de grado amerita. Es en sí un tratamiento muy especial que se le dará, ya que de ella dependen los resultados relevantes a la investigación.

A las literaturas que se esbozan, se les dará un peso especial que forma parte importante a los antecedentes y, por ende, esas investigaciones irán dirigidas a su comprobación contemporánea. Los resultados serán plasmados,

en gráficos como también en descripciones de los mismos, de forma tal que el evaluador permita concebir la veracidad de dichos resultados a través de experiencias propias.

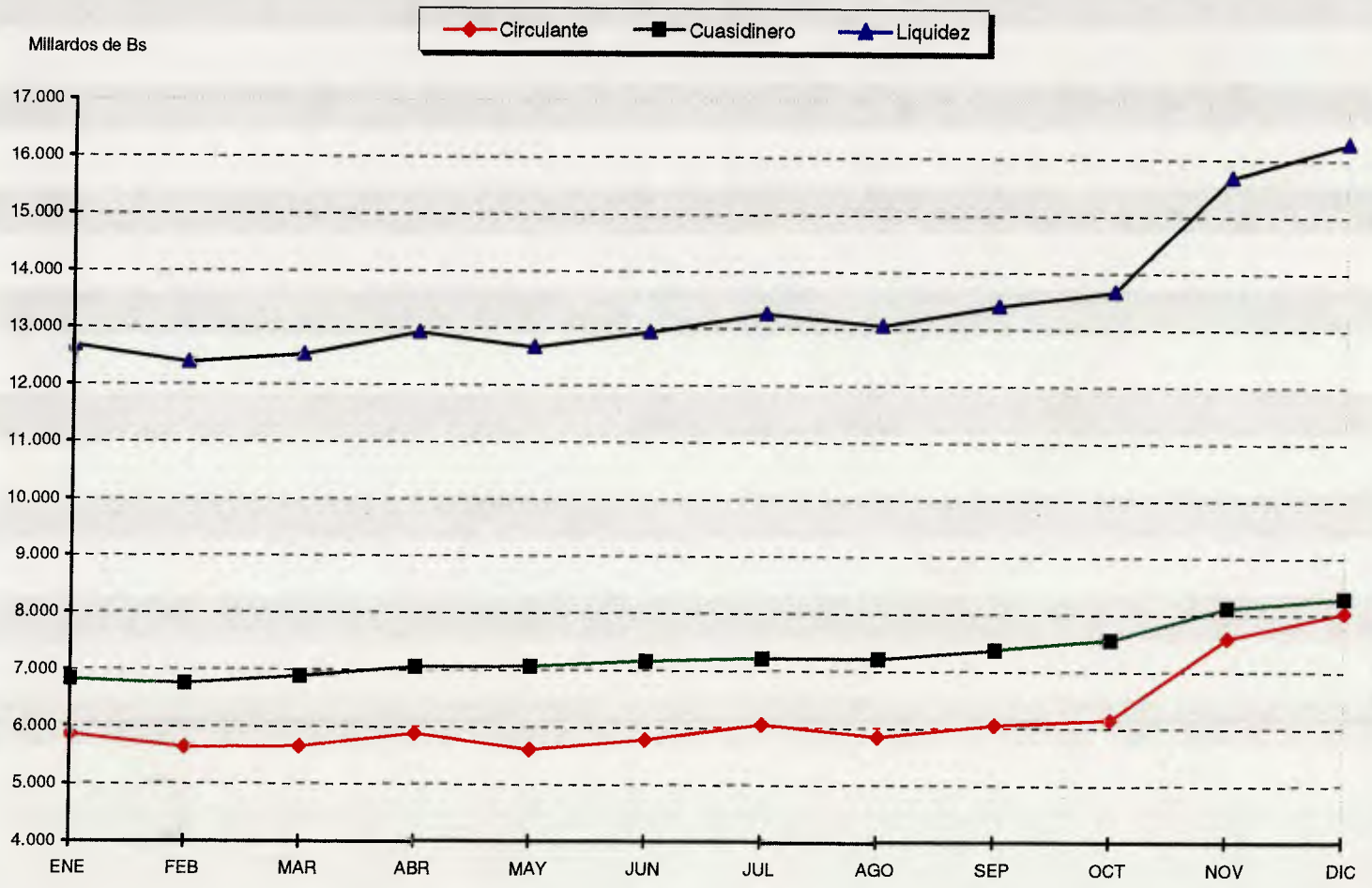
3.6. Técnicas de Análisis de Resultados

La interpretación de los cuadros será planteada de una forma sencilla con el fin de dar una interesante lectura de los mismos y que sea accesible a todos los lectores quienes escojan este trabajo como referencia bibliográfica.

CAPITULO CUARTO

PRESENTACIÓN, ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS

4.1. GRAFICO N° 1
LIQUIDEZ MONETARIA EN PODER DEL PUBLICO
AÑO 2000



	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
Circulante	5.854	5.630	5.644	5.867	5.605	5.772	6.040	5.843	6.037	6.140	7.574	8.016
Cuasidinero	6.830	6.757	6.880	7.052	7.062	7.154	7.214	7.211	7.373	7.536	8.108	8.269
Liquidez	12.684	12.387	12.524	12.919	12.667	12.926	13.254	13.054	13.410	13.676	15.682	16.285

Fuente: Departamento de Operaciones Monetarias, Banco Central de Venezuela

4.2 Análisis de la Liquidez Monetaria del año 2000 (Gráfico 1)

Durante el año 2000, los agregados monetarios en términos nominales registraron una tendencia ascendente que, en un escenario de caída sostenida de la tasa de inflación mensual y de crecimiento de la actividad económica, se tradujo en una mayor demanda de dinero en el período. De hecho, la variación anualizada de la liquidez monetaria real, como medida de la demanda de dinero, mostró una evolución favorable durante todo el año, consistente con las posiciones de los agentes en moneda local para financiar el mayor flujo de transacciones.

Cabe destacar que la citada evolución de los agregados estuvo fuertemente influida por la presencia de factores estacionales durante el primer y último bimestre del año, vinculados con las condiciones de liquidez del mercado monetario. En efecto, en el lapso enero-febrero el acervo nominal de dinero experimentó una importante disminución asociada con la corrección de las posiciones en bolívares mantenidas por los agentes económicos, una vez superada la incertidumbre generada por el llamado "Efecto Milenio". En tanto que en el último bimestre del año, una importante fracción de los recursos que tradicionalmente inyecta el sector público durante esa época del año, fue mantenida por los agentes económicos en instrumentos financieros de alta liquidez, lo que determinó un importante aumento de los agregados monetarios durante este período.

Al analizar la liquidez monetaria por sus componentes, se observa que durante 2000 la participación del dinero circulante en la cartera de activos domésticos alcanzó en promedio el 45,7% del total, superior en 9,9 puntos porcentuales al promedio registrado durante la década de los noventa (35,8%), lo que evidencia el propósito transaccional que impulsó el crecimiento de la demanda de dinero durante el año. El citado aumento de la demanda de dinero se reflejó en un mayor grado de monetización de la economía, a juzgar por el comportamiento del indicador de profundidad financiera, M2/PIB petrolero, el cual alcanzó en el año bajo análisis 20,6% mayor al 19,3% del año previo. Sin embargo, el hecho de que la economía no se remonetice a un ritmo mas acelerado podría sugerir que existen factores de riesgo que no permiten a los agentes económicos mantener preferencias por instrumentos financieros de mediano plazo, lo que podría comprometer la capacidad de intermediación del sistema bancario para apoyar un proceso sostenido de crecimiento económico sustentado en inversiones reproductivas de mediano y largo plazo.

Al cierre de 2000, los principales agregados monetarios registraron un crecimiento tanto en términos nominales como reales. Así, la liquidez monetaria nominal aumentó en 27,8% mientras que la base monetaria creció en 17,9%. La evolución real de estos agregados, medido a través de la tasa anualizada de variación mensual, muestra un crecimiento promedio en el año de 7,2% y 8,9%, respectivamente, comportamiento que contrasta con los niveles negativos observados por estas variables en 1999.

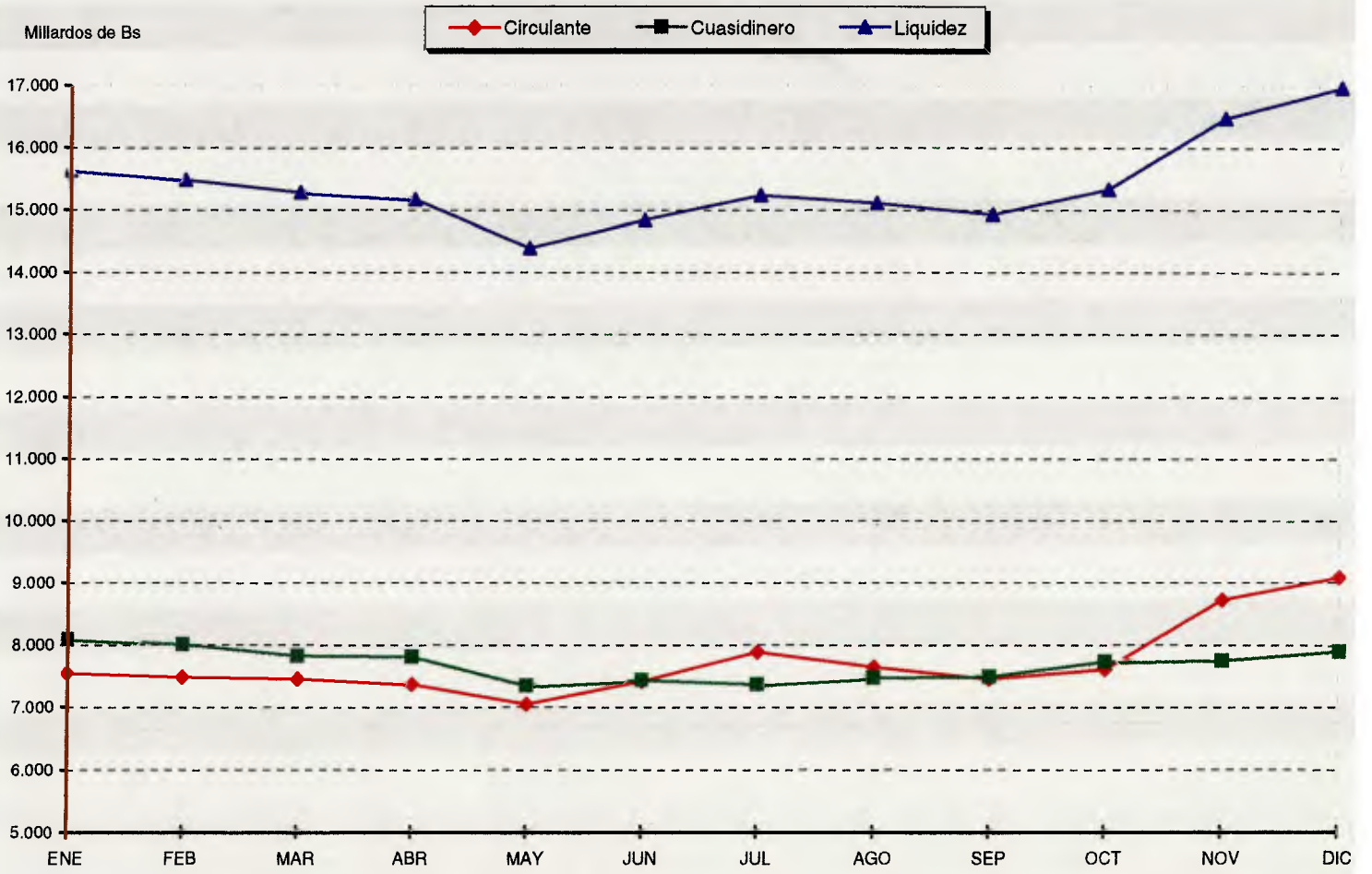
La absorción de dinero primario realizada por el Banco Central de Venezuela a través de sus operaciones cambiarias durante los meses de enero y febrero se ubicó en Bs. 1.663,1 millardos, monto que combinado con la acción contractiva del Gobierno Central (Bs. 384,7 millardos), logró contrarrestar el efecto monetario expansivo derivado de las operaciones de rescate neto de TEM (Bs. 524,7 millardos) llevadas a cabo por el Instituto y de las erogaciones de carácter interno ejecutadas por PDVSA en este período (Bs. 786,8 millardos). La acción conjunta de estas operaciones determinó que tanto la base como la liquidez monetaria se contrajeran en 12,3% y 2,8% respectivamente, con respecto al nivel de diciembre de 1999.

En el último bimestre del año, los excedentes monetarios que tradicionalmente se producen en este período asociados con los mayores gastos del Gobierno Central y PDVSA generaron un efecto expansivo sobre la base monetaria con incidencia sobre la liquidez monetaria. De hecho, más de la mitad de la inyección de base monetaria de origen fiscal de todo el año (Bs.1.626,3 millardos) se realizó durante este lapso.

En este contexto, la liquidez monetaria en términos nominales mostró un aumento acumulado de 19,1%, en tanto que la base monetaria creció en 26,4%. El incremento de la liquidez monetaria se tradujo en una fuerte expansión del efectivo en poder del público y de los depósitos a la vista, con el propósito de financiar el mayor volumen de transacciones propias de esta época del año.

Esta situación determinó, entre otros efectos, un incremento de la demanda de efectivo por parte del público y un mayor aprovisionamiento de liquidez por parte de la banca a fin de satisfacer los retiros de depósitos durante los dos últimos meses del año. En efecto, durante este bimestre las reservas bancarias excedentes mantenidas en bóveda aumentaron en 36,9%, en tanto que el efectivo en poder del público registró un incremento de 49,5%. Estos ajustes determinaron que el coeficiente de preferencia del público por el efectivo y el de reservas bancarias, aumentaran durante este lapso en 25,5% y 2,6%, respectivamente; limitando la capacidad de creación de dinero bancario en el período.

4.3. GRAFICO N° 2
LIQUIDEZ MONETARIA EN PODER DEL PUBLICO
AÑO 2001



	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
Circulante	7.540	7.483	7.456	7.359	7.045	7.405	7.873	7.637	7.442	7.600	8.713	9.072
Cuasidinero	8.086	7.997	7.822	7.802	7.339	7.429	7.356	7.465	7.478	7.718	7.756	7.904
Liquidez	15.626	15.480	15.278	15.161	14.384	14.834	15.229	15.102	14.920	15.318	16.469	16.976

Fuente: Departamento de Operaciones Monetarias, Banco Central de Venezuela

4.4 Análisis de la Liquidez Monetaria del año 2001 (Gráfico 2)

Durante 1996 el comportamiento de los agregados monetarios estuvo condicionado por los diferentes contextos económicos y jurídicos que prevalecieron en el año, particularmente por el cambio que significó la reorientación de la política económica en el mes de abril, el favorable comportamiento que registraron los precios petroleros en el año y la entrada neta de capitales. Todos estos factores determinaron un crecimiento significativo de los agregados monetarios y una caída progresiva de las tasas de interés.

Al cierre de 1996, la liquidez monetaria (M2) creció en 52,5 % con relación a 1995, en tanto que en términos reales decreció en 25,0 %. Por su parte, la Base Monetaria se situó al cierre del año en Bs. 1.675,8 millardos, lo que representó un incremento de 92,1 % con relación al cierre de 1995.

El significativo crecimiento de estos agregados, el cual se registró fundamentalmente en el cuarto trimestre del año, se atribuye al efecto monetario expansivo de la gestión financiera interna del gobierno central y PDVSA, que determinó un incremento simultáneo en la liquidez monetaria y en la base, en esta última de mayor intensidad debido a los elevados depósitos de PDVSA en el sistema bancario.

La incidencia monetaria expansiva del gobierno central y PDVSA

durante el año alcanzó a Bs. 1.686,2 millardos y Bs. 2.311,8 millardos, respectivamente, superando en Bs. 808,8 millardos la acción restrictiva ejercida por el BCV a través de sus variables de política (Bs. 711,5 millardos) así como por la desmonetización derivada de las operaciones cambiarías realizada con el sistema bancario (Bs. 2.477,6 millardos).

El análisis de la liquidez monetaria a nivel de sus componentes evidencia que durante el año los agentes económicos mostraron una preferencia por la tenencia de activos más líquidos, lo que se asocia, principalmente, a la caída progresiva de las tasas de interés. En este sentido, la proporción de circulante con respecto a M2 pasó de 38,1 % en diciembre de 1995 a 46,0 % al cierre de 1996, en tanto que la proporción de cuasidinero en relación a M2 disminuyó de 61,9 % a 54,0 % en mismo período.

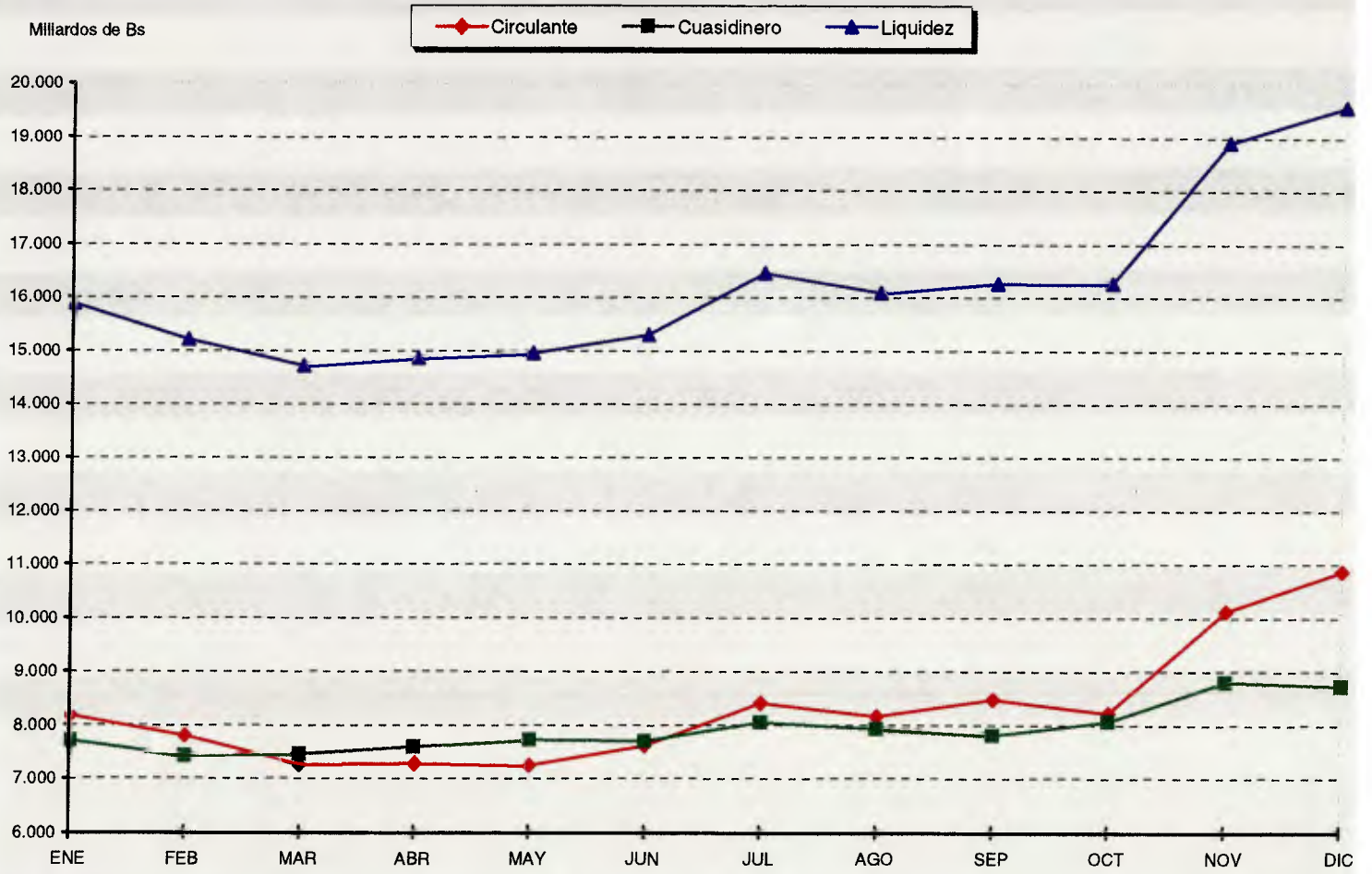
De acuerdo a la evolución prevista en el programa monetario, los Activos Internos Netos del BCV (AIN) registraron durante el semestre una reducción de Bs. 1.693.463 millones, muy superior a la variación de igual signo registrada en el semestre precedente. Este comportamiento fue determinado en parte, por la incidencia neta contractiva que causó el BCV a través de sus operaciones de mercado abierto, que alcanzó en el semestre Bs. 477.088 millones, mayor a la esterilización realizada durante el primer semestre (Bs. 272.709 millones); así como al ahorro de una porción de los ingresos petroleros adicionales por parte del gobierno y PDVSA, que se tradujo en un incremento de sus depósitos en el BCV.

En efecto, la liquidez monetaria (M2) se incrementó en el semestre en

31,7 %, muy superior al crecimiento registrado en el semestre anterior (15,1 %). El crecimiento de M2 se produjo, fundamentalmente, en el cuarto trimestre del año (28,3 %) ya que en el tercer trimestre el crecimiento de los medios de pagos fue de apenas 2,6 %. En términos reales, dicho agregado creció en 5,1 %, lo que podría indicar un proceso gradual de remonetización de la economía.

El crecimiento de la liquidez monetaria durante el periodo, como se señaló anteriormente, es atribuible, fundamentalmente, a la creación primaria de oferta de origen fiscal, que no pudo ser totalmente contrarrestada por la actuación del BCV en los mercados monetario y cambiarlo, determinando un incremento simultáneo de la Base Monetaria y de los depósitos del público.

4.5. GRAFICO N° 3
LIQUIDEZ MONETARIA EN PODER DEL PUBLICO
AÑO 2002



	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
Circulante	8.167	7.790	7.252	7.272	7.228	7.599	8.402	8.159	8.466	8.208	10.106	10.857
Cuasidinero	7.698	7.410	7.455	7.582	7.713	7.690	8.047	7.924	7.803	8.057	8.794	8.716
Liquidez	15.865	15.200	14.707	14.854	14.941	15.289	16.449	16.083	16.269	16.265	18.900	19.573

Fuente: Departamento de Operaciones Monetarias, Banco Central de Venezuela

4.6 Análisis de la Liquidez Monetaria del año 2002 (Gráfico 3)

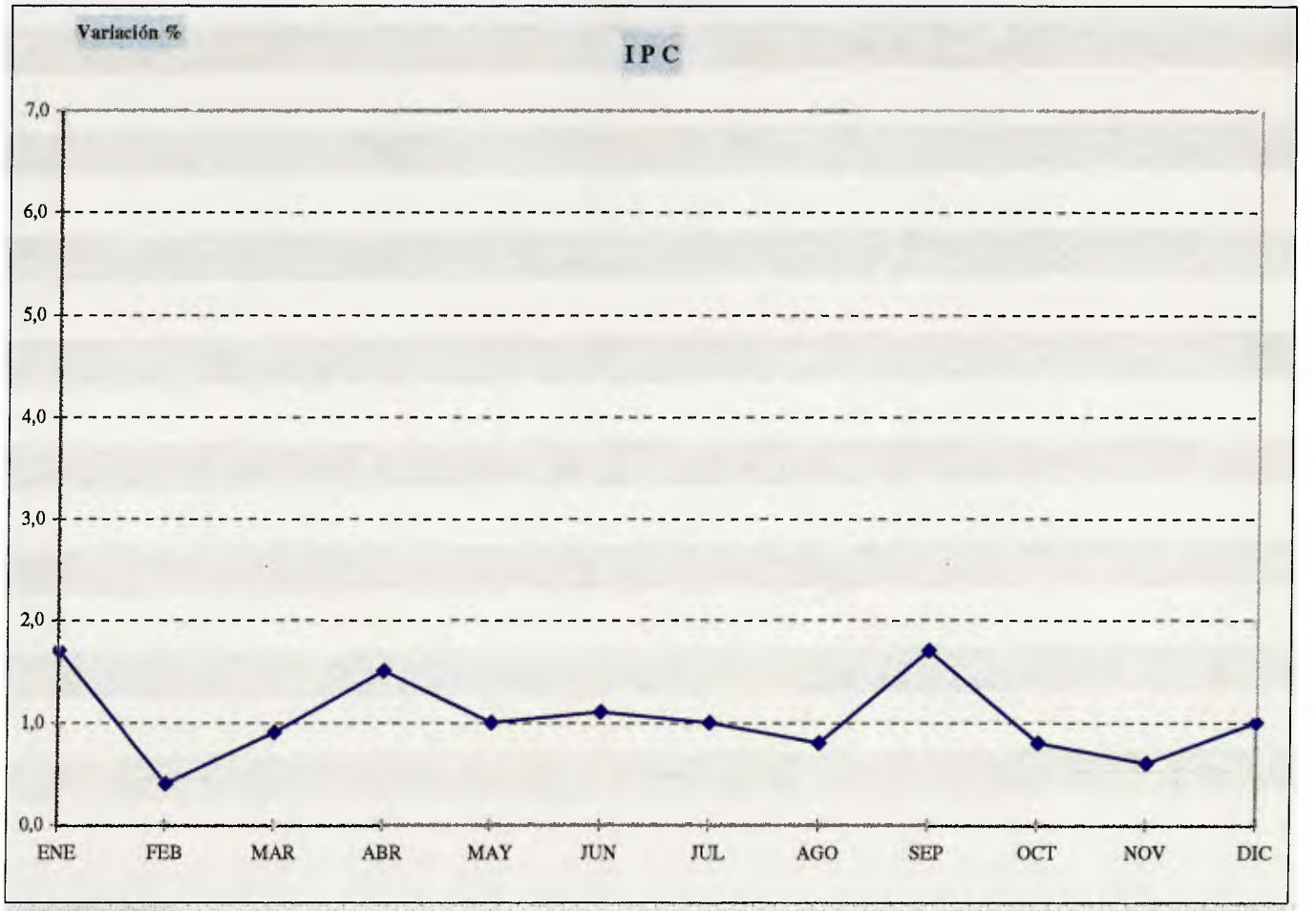
Cifras preliminares al 27 de diciembre indican que la liquidez monetaria (M2) en valores nominales experimentó una expansión acumulada en el año de 15,7%, registro superior al mostrado por esta variable en el período homólogo del año anterior (4,2%). Este agregado no presentó una tendencia homogénea en el período, dado que durante los primeros cuatro meses del año la caída registrada fue de 12,5%, en tanto que en el resto del período mostró un crecimiento de 31,4%. La base monetaria experimentó un aumento más pronunciado que el reseñado para la liquidez, al crecer en 18,9% durante el período de referencia, registro que resultó superior al evidenciado por esta variable en el mismo lapso del año anterior (11,9%). Es importante resaltar que la expansión de la base monetaria se concentró en el mes de diciembre, cuando en el contexto de paralización parcial de la actividad económica, se produjo un sustancial incremento de la demanda de efectivo por parte de los agentes económicos.

Durante los primeros meses de 2002, el comportamiento de los principales agregados monetarios de la economía estuvo afectado por la fuerte desmonetización ocurrida en las semanas previas a la implementación de la flotación cambiaria, así como por el poco dinamismo mostrado por la actividad económica. Asimismo, durante los meses de noviembre y diciembre, la expansión monetaria estacional propia de esta época del año contribuyó a compensar la caída de estos agregados, permitiendo que experimentaran el crecimiento anualizado antes referido.

El crecimiento relativo de la base monetaria con respecto a M2 se vio reflejado en la caída del multiplicador monetario (5,9%), comportamiento influido por la expansión del coeficiente de efectivo en poder del público (49,1%). La reseñada caída en el multiplicador ocurre pese al sesgo observado en la inversión en títulos públicos por parte del sistema bancario, que determinó una importante reducción acumulada de 36,7% en el coeficiente de reservas bancarias al cierre del año.

La demanda de dinero, medida a través del comportamiento de la liquidez monetaria real muestra, según cifras preliminares, una caída de 13,2% con respecto al nivel registrado en diciembre de 2001. El comportamiento adverso de esta variable se asocia a la fuerte contracción registrada por la actividad económica y al aumento de las expectativas inflacionarias, que en conjunto lograron desestimular las inversiones financieras en moneda local. Cabe mencionar que la caída de M2 real en 2002, representa el mayor descenso anual de esta variable desde el año 1996.

4.7. Gráfico N° 4
Indice de Precios al Consumidor (AMC)
Año 2000



	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
IPC	1,7	0,4	0,9	1,5	1,0	1,1	1,0	0,8	1,7	0,8	0,6	1,0

Fuente: Departamento de Estadísticas de Precios, Banco Central de Venezuela

4.8 Análisis del Índice de Precios al Consumidor del año 2000 (Gráfico 4)

Durante el año 2000, y a diferencia de lo ocurrido en 1999, se observó un comportamiento disímil entre el IPC, por un lado, y los índices de precios al productor (IPP) y al mayor (IPM), por el otro. En efecto, mientras que las variaciones del IPC continuaron mostrando una tendencia descendente, los restantes índices evidenciaron un mayor incremento, siendo más pronunciado en el ámbito mayorista. En tal sentido, en el 2000 las variaciones de los precios al productor y al mayor se situaron en 10,4% y 15,8%, respectivamente, por encima de las registradas en diciembre del año previo (9,7% y 13,6%, en cada caso). En consecuencia, la aceleración observada en las variaciones de precios a nivel del productor y del mayorista de hecho presionaron sobre el comportamiento de los precios de los bienes de consumo final.

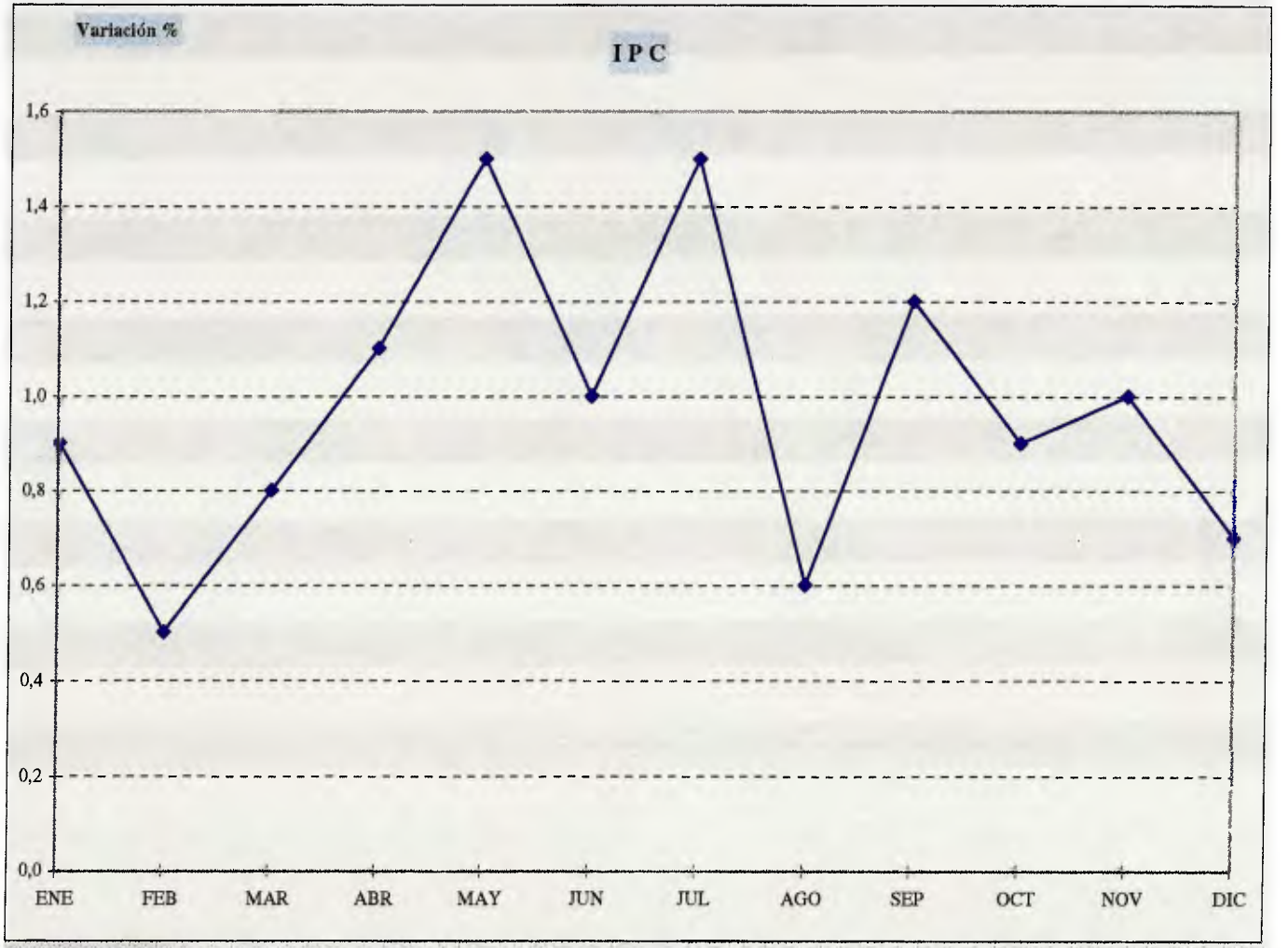
Una medida más apropiada de la evolución tendencial de la inflación se obtiene al depurar la canasta del IPC de aquellos bienes y servicios cuyos precios evidencian una mayor volatilidad, sea por la presencia de factores estacionales, sea por su comportamiento errático. Así, al excluir de la canasta del IPC a los rubros agrícolas y a los servicios administrados, los cuales presentaron las menores y mayores variaciones de precios, respectivamente, se observa una mayor desaceleración en la variación de este indicador alternativo de la inflación respecto a la variación del IPC general. Esto es, mientras que la variación del IPC general presentó una disminución de 6,6

puntos porcentuales durante el 2000, la caída de la inflación excluyendo a los bienes y a los servicios mencionados fue de 8,8 puntos porcentuales.

En otro orden de ideas, destaca que la menor intensidad de la inflación estuvo igualmente acompañada de una menor generalización, al evidenciarse una disminución en el porcentaje de artículos de la canasta del IPC que experimentaron aumentos en sus precios. De esta manera, el Índice promedio de Difusión se redujo desde 41,8% en 1999 hasta 35,8% durante el año bajo reseña.

Otra evidencia a favor del proceso generalizado de desaceleración de la inflación durante el 2000, se relaciona con el hecho de que todas las agrupaciones que conforman la canasta del IPC registraron menores variaciones en sus precios.

4.9.Gráfico N° 5
Indice de Precios al Consumidor (AMC)
Año 2001



	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
I P C	0,9	0,5	0,8	1,1	1,5	1,0	1,5	0,6	1,2	0,9	1,0	0,7

Fuente: Departamento de Estadísticas de Precios, Banco Central de Venezuela

4.10 Análisis del Índice de Precios al Consumidor del año 2001 (Gráfico 5)

En líneas generales, los precios de los bienes y servicios se continuaron fijando conforme a las fuerzas del mercado y solamente algunas tarifas que se modificaron durante el año fueron sometidas a concertación, como el caso de la electricidad; gas, (directo y en bombonas); telefonía residencial y transporte terrestre.

En materia de políticas dirigidas al mercado laboral, se reformó la Comisión Presidencial para la Promoción del Plan Masivo de Empleo, al incorporar al Ministro o la Ministra del Trabajo, quien la preside. El objeto de dicha Comisión es evaluar la situación existente en el mercado de trabajo, presentar las recomendaciones pertinentes y hacer el seguimiento de las medidas que se adopten relacionadas con la ocupación.

El Ejecutivo fijó los siguientes salarios mínimos: Bs. 158.400 mensuales para los trabajadores urbanos que presten sus servicios en el sector público y en el sector privado; Bs. 145.200 mensuales para los trabajadores de aquellas empresas con menos de veinte (20) empleados; Bs. 142.560 mensuales para los trabajadores rurales; y Bs. 118.800 mensuales para los aprendices menores de edad que presten sus servicios en el sector privado. En la Gaceta Oficial No. 37.271 de fecha 29 de agosto de 2001 se estableció la retroactividad en la cancelación de estos incrementos salariales, la cual podía realizarse progresivamente dentro de los dos (2) meses siguientes a la entrada

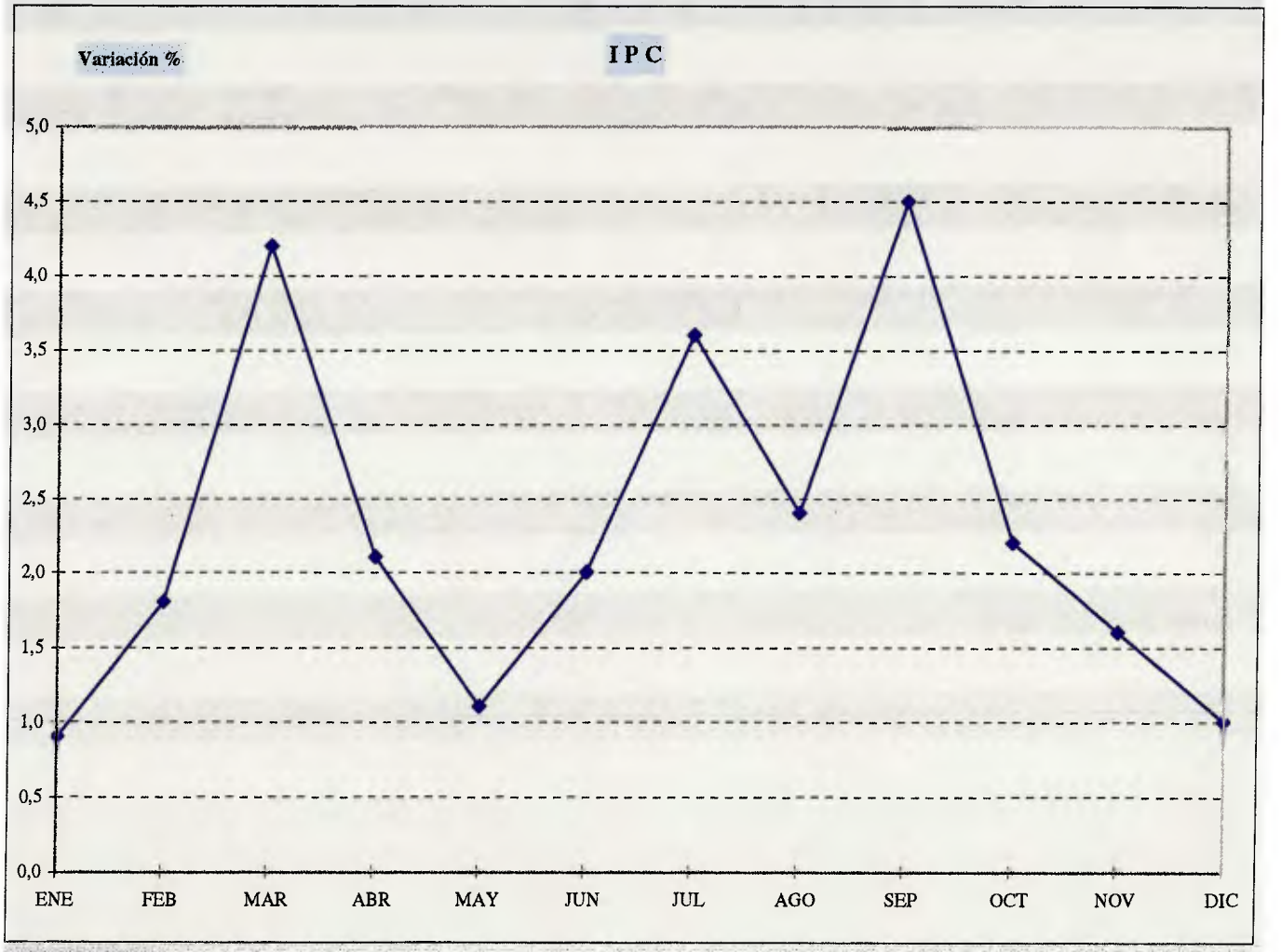
en vigencia de este Decreto. Asociado con el aumento del salario mínimo nacional, fue fijado en Bs. 158.400 mensuales el monto mínimo de las pensiones de vejez, otorgadas por el Instituto Venezolano de los Seguros Sociales.

En el mes de octubre se decretó inamovilidad laboral hasta el treinta (30) de noviembre, por la realización de elecciones sindicales.

En el marco de la Ley Habilitante publicada el trece (13) de noviembre de 2000, fue dictado, en noviembre de 2001, el Decreto con Fuerza de Ley sobre el Estatuto de la Función Pública. El referido Decreto Ley establece el Estatuto General que rige a los funcionarios al servicio de la Administración Pública Nacional y la articulación de las carreras públicas. En este sentido, el citado estatuto regula el sistema de administración de personal, el cual comprende los procesos de reclutamiento, selección, ingreso, inducción, capacitación y desarrollo, evaluación de méritos, ascensos, traslados, valoración y clasificación de cargos, escalas de sueldos y normas para el retiro, entre otros factores.

Con relación a la Seguridad Social, fueron aplicados tres *"vacatio legis"* de los Subsistemas de Salud y de Pensiones. El primero pospuso la entrada en vigencia de la Ley que regula el Subsistema de Pensiones y de Salud al primero (1°) de julio de 2001; el segundo, la trasladó al primero (1°) de enero de 2002; y finalmente, el tercero, la modificó al primero (1°) de julio de 2002.

4.11.Gráfico N° 6
Indice de Precios al Consumidor (AMC)
Año 2002



	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
I P C	0,9	1,8	4,2	2,1	1,1	2,0	3,6	2,4	4,5	2,2	1,6	1,0

Fuente: Departamento de Estadísticas de Precios, Banco Central de Venezuela

4.12Análisis del Índice de Precios al Consumidor del año 2002 (Gráfico 6)

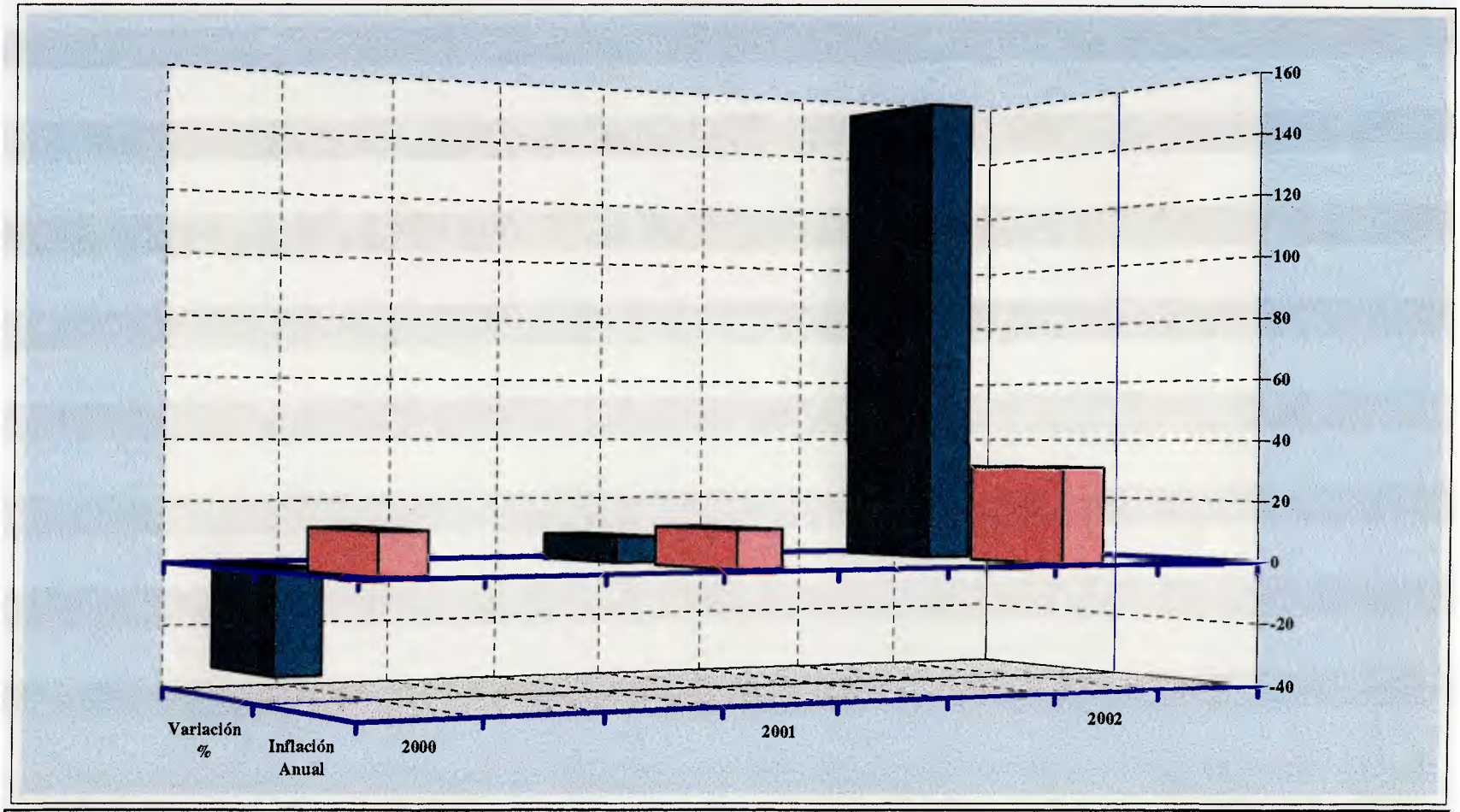
La variación anualizada del núcleo inflacionario, 1 indicador complementario para medir la inflación, al igual que el IPC, registró un aumento de 31,2%, cifra superior a la mostrada durante el año anterior (11,4%). Es de resaltar que, la brecha que existía entre el núcleo inflacionario y el IPC general durante diciembre de 2001 (0,9 puntos porcentuales) se ha ido cerrando y, además, durante 2002, se presentaron periodos en los cuales la variación anualizada del núcleo inflacionario estuvo por encima de la registrada a nivel del IPC general, lo cual es una señal de que la tendencia inflacionaria actual obedece a desequilibrios en los factores fundamentales, domiciliados en la economía antes que a elementos de carácter estacional o transitorio.

El análisis al interior del IPC revela que, conforme a lo que era de esperar, con la modificación del régimen cambiario y consistente con la corrección del tipo de cambio real, se produjeron cambios en los precios relativos, generándose presiones inflacionarias en los precios de los Bienes, superiores a las que se manifestaron en los precios de los Servicios.

4.13. Gráfico N° 7

Evolución de la Tasa de Inflación en Venezuela

2000-2002



	2000	2001	2002
Inflación Anual	13,40	12,30	31,20
Variación %	(33,00)	(8,21)	153,67

Fuente: Departamento de Estadísticas de Precios, Banco Central de Venezuela

4.14 Evolución de la Tasa de Inflación 2000-2002 (Gráfico 7)

La inflación, medida a través de la variación acumulada del Índice de Precios al Consumidor para el Área Metropolitana de Caracas (IPC), experimentó una desaceleración por cuarto año consecutivo, lográndose su reducción desde 20,0% en 1999, hasta 13,4% en el 2000. Con este resultado, el nivel de inflación se presenta como el más bajo alcanzado desde 1986, año a partir del cual el mismo nunca ha estado por debajo del 10,0%.

Además del proceso desacelerativo observado en el crecimiento de los precios durante el 2000, destaca su ubicación por debajo del rango establecido como meta por las autoridades económicas (entre 15,0% y 17,0%).

El anclaje cambiario que el sistema de bandas propició y, más aun, su sostenibilidad, dadas las condiciones favorables en el mercado petrolero, se presentó como un elemento decisivo para que continuara lográndose la convergencia de la inflación nacional hacia la de los principales socios comerciales. Así, luego de tres años de continuo acercamiento, la brecha entre ambos niveles de inflación coincidió, en promedio, con la tasa de depreciación cambiaria.

La contribución del anclaje cambiario al proceso desinflacionario se dio en un contexto de relativa estabilidad de la inflación de los principales socios comerciales de Venezuela, con lo cual, no se presentaron mayores presiones

sobre el componente importado de la inflación interna. En efecto, la variación acumulada del IPC de los principales socios comerciales, ponderada por la estructura correspondiente al origen de las importaciones que realiza Venezuela, experimentó tan sólo un ligero incremento de 0,5 puntos porcentuales, al pasar de 3,4% en 1999 a 3,9% en el 2000.

A diferencia de lo observado durante 1999, la reducción de la inflación en el año 2000 se produjo en un contexto de reactivación del gasto interno. Al menos dos elementos se combinaron para que los impulsos de demanda que activaron la recuperación económica no se tradujeran en presiones al alza de los precios. En primer lugar, destaca los bajos niveles de utilización de los recursos productivos (elevado desempleo y bajos niveles de capacidad utilizada por parte de las empresas), luego de un prolongado período de recesión económica, lo cual moderó el crecimiento de los precios de los factores productivos.

El segundo elemento que favoreció la desaceleración inflacionaria en un contexto de recuperación del gasto interno, está relacionado con la reasignación de este último hacia los bienes producidos en el exterior, como respuesta al incremento que se viene observando en el precio relativo de los bienes producidos localmente respecto a los importados.

El cambio de precios relativos no sólo se ha presentado al interior de los bienes, sino también entre éstos y los servicios. En efecto, durante el año 2000 la inflación de los servicios (17,0%) se ubicó en 7,9 puntos porcentuales

por encima de la variación de precios registrada por los bienes (9,1%).

En 2001, la inflación, medida por la variación anual del Índice de Precios al Consumidor del Área Metropolitana de Caracas (IPC), se situó en 12,3%, nivel inferior en 1,1 puntos porcentuales al registrado en el 2000.

Durante el año y al igual que en el 2000, la inflación presentó una menor generalización al evidenciarse una disminución desde 36,6% hasta 32,5% en el porcentaje de artículos de la canasta del IPC que experimentaron aumentos en sus precios superiores al 1,0% (Índice de Difusión).

A diferencia del proceso desacelerativo de la inflación observado entre julio de 1996, mes en el cual el sistema de bandas cambiarias comenzó a operar, y el cierre de 2000, durante 2001 dicho proceso presentó un estancamiento, el cual tuvo lugar en un contexto de mayor depreciación cambiaria, en particular durante el segundo semestre del año. Así, entre enero y diciembre de 2001 la variación anualizada del IPC disminuyó sólo 0,3 puntos porcentuales, al pasar de 12,6% a12,3%, respectivamente.

La evidencia disponible pone de manifiesto que el citado estancamiento del proceso de desaceleración de la inflación no fue uniforme, según se desagregue el IPC en bienes y en servicios. En efecto, si bien las menores tasas de la inflación observadas entre julio de 1996 y el cierre de 2000 estuvieron presentes tanto en los Bienes como en los Servicios, durante el 2001 dicho comportamiento se vio interrumpido, e incluso revertido, en el caso de los bienes; mientras que los servicios siguieron su proceso

desacelerativo, aunque con menor intensidad. De esta manera, la inflación en los servicios disminuyó 3,1 puntos porcentuales entre enero y diciembre de 2001 (de 15,8% a 12,7%), en tanto que la inflación de los Bienes repuntó 3,0 puntos porcentuales durante igual lapso (desde 8,7% hasta 11,7%).

Durante 2002, la inflación medida a través del Índice de Precios al Consumidor para el Área Metropolitana de Caracas (IPC), mostró una trayectoria ascendente, situándose en diciembre en 31,2%, cifra superior a la del año anterior (12,3%).

La mayor tasa de inflación estuvo acompañada de un incremento en el porcentaje de artículos de la canasta del IPC que experimentaron aumentos en sus precios superiores al 1,0%. Así, el indicador que mide la generalización del proceso inflacionario, el Índice de Difusión, se ubicó en promedio para el año, en 56,7%, mientras que el año anterior el promedio fue de 32,5%.

Cuatro elementos fundamentales podrían explicar esta mayor intensidad y generalización del proceso inflacionario, a saber: i) el traslado a los precios internos de los impactos de la depreciación ocurrida en el año, ii) el ajuste de precios en los bienes y servicios con precios administrados, iii) el ajuste en la tasa del IVA y la eliminación de algunas de las exenciones, y iv) el sostenido deterioro de las expectativas económicas, influenciadas por el clima político y la debilidad mostrada por las finanzas públicas.

A propósito de las expectativas, la Encuesta de Expectativas Económicas que realiza el BCV, revela que en nueve de los doce meses del

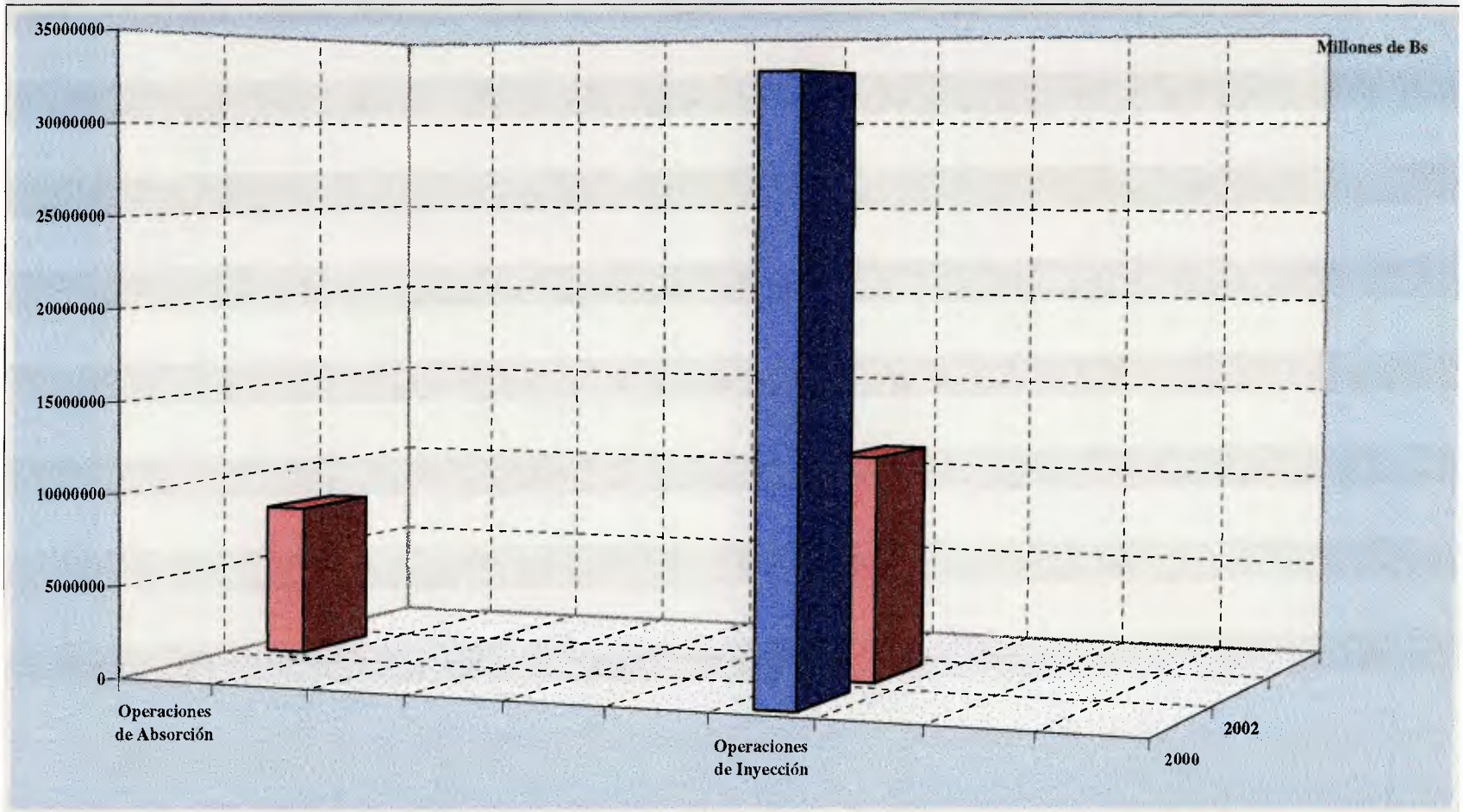
año la inflación esperada estuvo por encima de la observada. Los agentes económicos fundamentaron esta mayor inflación esperada en la depreciación del tipo de cambio y en lo insuficiente de las medidas económicas adoptadas durante febrero y mayo para resolver los desequilibrios básicos de la economía. Igualmente, el ambiente de inestabilidad política e institucional, coadyuvaron a que se generara tal deterioro en las expectativas inflacionarias.

4.15. Gráfico N° 8

Operaciones de Venta con Pacto de Recompra y Compra con Pacto de Reventa Bonos DPN (REPOS)

Absorción e Inyección

2000-2002



	Operaciones de Absorción		Operaciones de Inyección
	Monto Adjudicado		Monto Adjudicado
2000			32.500.000
2002	8.151.209		12.075.716

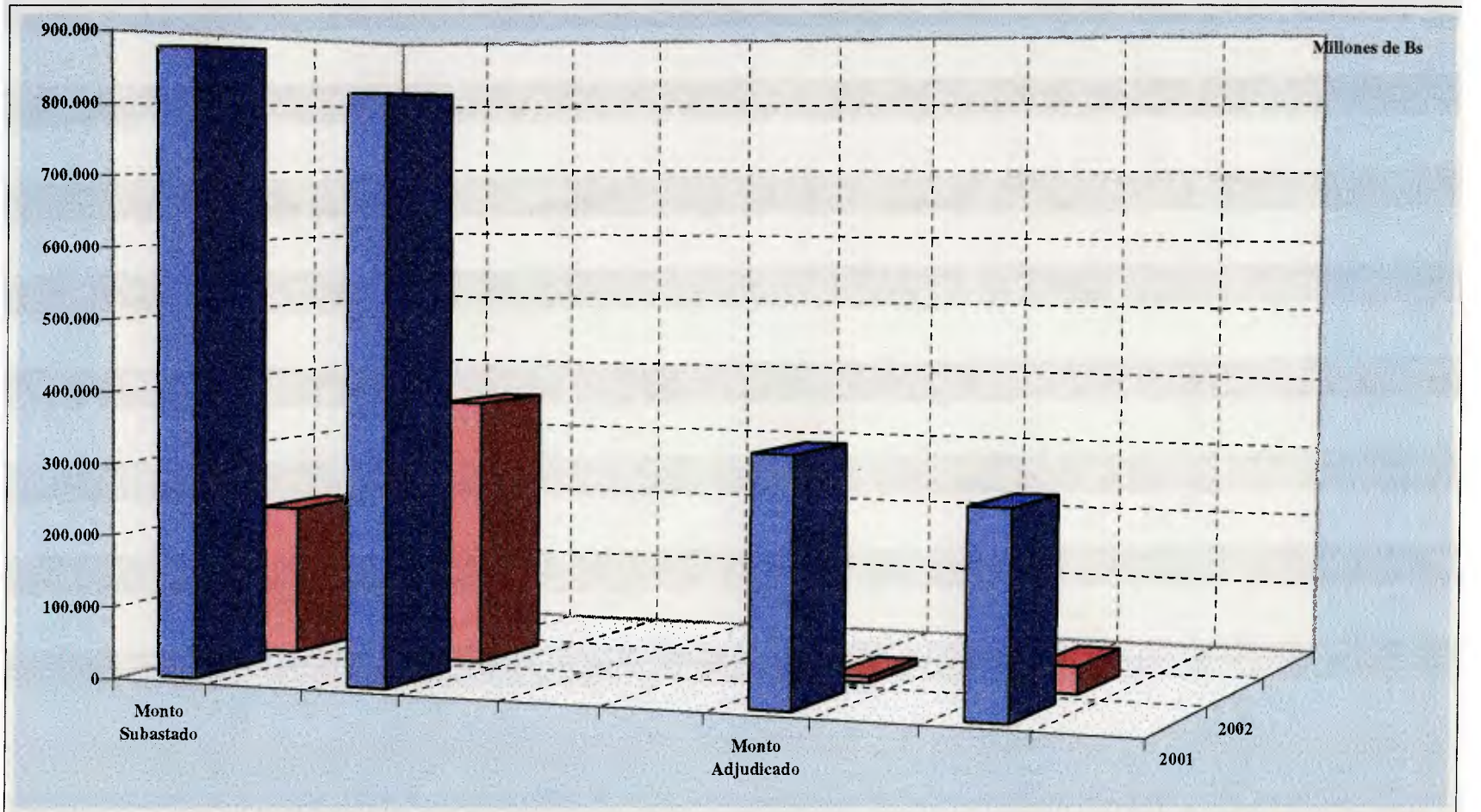
Fuente: Departamento de Operaciones Monetarias, Banco Central de Venezuela

4.16. Gráfico N° 9

Operaciones de Venta con Pacto de Recompra Bonos DPN (REPOS)

Subasta Competitiva y No Competitiva

2001-2002



	Monto Subastado		Monto Adjudicado	
	Competitiva	No Competitiva	Competitiva	No Competitiva
2001	878.000	810.629	337.049	276.908
2002	210.000	371.462	8.288	37.344

Fuente: Departamento de Operaciones Monetarias, Banco Central de Venezuela

4.16 Análisis de las operaciones de REPOS Año 2000-2002 (Gráficos 8 y 9)

En el mes de junio de 2000, el BCV haciendo uso de los instrumentos de inyección de liquidez temporal, llevó a cabo operaciones de Compra con Pacto de Reventa con Bonos de la Deuda Pública Nacional, efectuándose dos subastas en las cuales se adjudicaron, a valor efectivo, Bs. 32,5 millardos a un plazo de 7 días y con una tasa promedio de 19,07%, arrojando un efecto neto restrictivo de Bs. 0,1 millardos. Dichas operaciones fueron realizadas con el objeto de ajustar los efectos causados por los estrechos márgenes de recursos observados en el sistema financiero, lo que había determinado que la tasa overnight del mercado interbancario, a finales del mes de mayo e inicios del mes de junio, alcanzara niveles hasta de 70%.

Durante el período comprendido desde mayo de 2001 hasta junio de 2002, el Instituto realizó operaciones de mercado abierto colocando títulos de la deuda pública nacional mantenidos en su cartera, mediante la modalidad de acuerdos de venta con pacto de recompra. Las colocaciones de REPOS se realizaron mediante la modalidad de subastas competitivas, dirigidas al mercado interbancario de fondos, y no competitivas, orientadas a propiciar la participación del resto de los agentes económicos (casas de bolsa).

En la modalidad competitiva se adjudicaron Bs. 345.337 millones y en la no competitiva se adjudicaron Bs. 314.252 millones con una tasa promedio ponderada para el 2001 de 18,29% y para el 2002 de 28,12%. Es de hacer notar, que la tasa de rendimiento de los REPOS, al tiempo que se convierte en

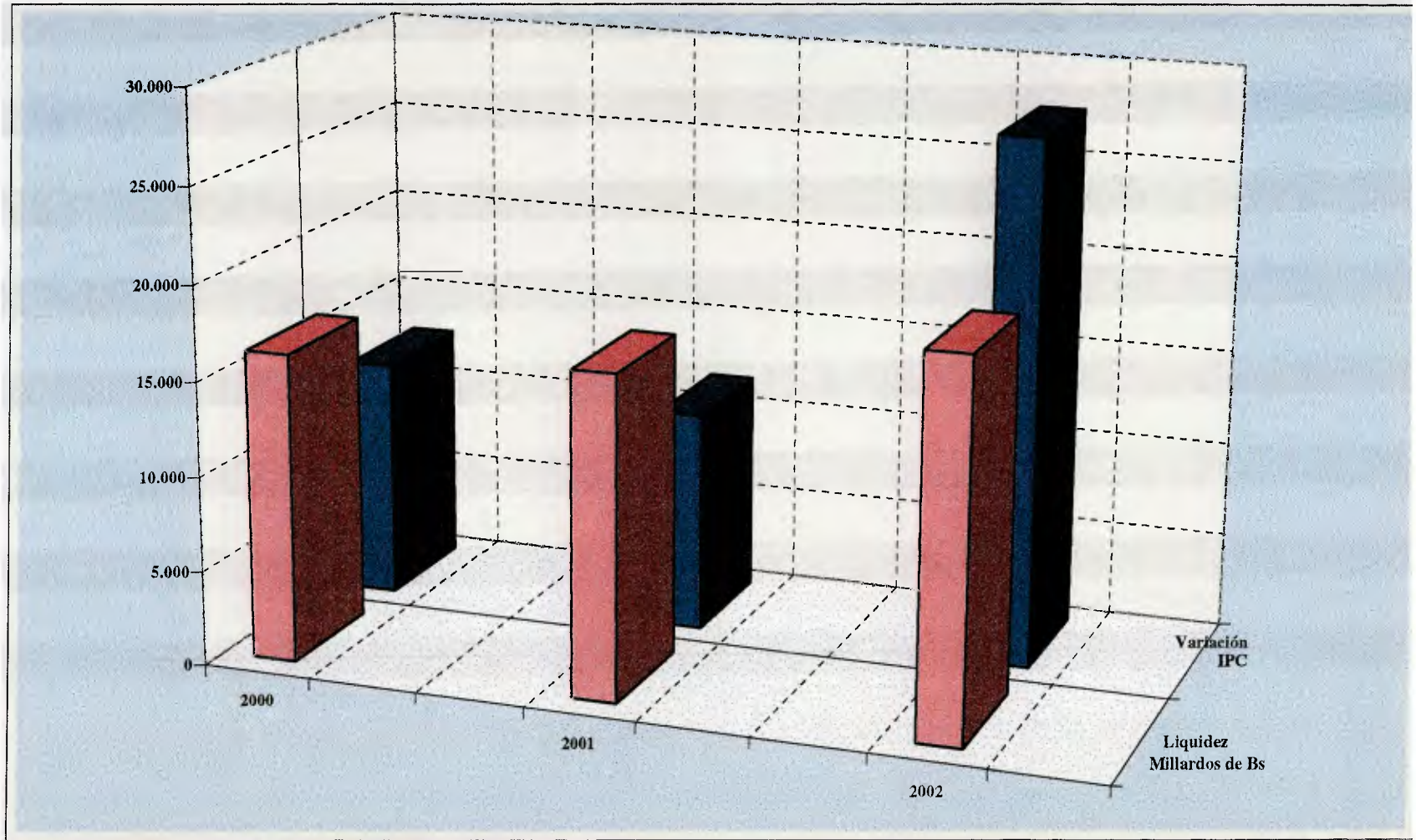
una tasa de interés de referencia del mercado de dinero, es una señal para incrementar la remuneración al ahorro interno.

Por otra parte, durante el año 2002, la intervención con operaciones de mercado abierto se realizó con tasas preestablecidas y montos abiertos a través de operaciones de absorción (venta de títulos con pacto de recompra) y de operaciones de inyección (compra de títulos con pacto de reventa). A tal efecto, se adquirieron Bs. 8.151.209 y Bs. 12.075.716 respectivamente.

4.18. Gráfico N° 10

Relación Liquidez- IPC

2000-2002



	2000	2001	2002
Liquidez	16.285	16.976	19.573
IPC	12.677,0	11.646,0	27.554,0

Fuente: Departamento de Precios , Departamento de Servicios Estadísticos

4.18 Análisis de la Relación Liquidez-IPC 2000-2002 (Gráfico 10)

Al ajustar una función lineal a la evolución del índice de precio al consumidor se sustenta este análisis, ya que el coeficiente de determinación nos muestra que la variación del IPC se explica en un 98% por las variaciones de la liquidez monetaria ya que tal coeficiente mide en términos porcentuales, como las variaciones de una variable dependiente explican las variaciones de una variable independiente, por lo tanto el coeficiente de determinación obtenido evidencia la susceptibilidad del índice de precios ante los cambios de la liquidez monetaria.

Al analizar la liquidez monetaria se evidencia una disminución (en términos reales) de la misma, al pasar de 7.905 millardos de bolívares en el año 2000 a 6.795 millardos de bolívares en el año 2002. Esta disminución se origina por el creciente y sostenido aumento del IPC junto a las políticas restrictivas implementadas por en BCV.

Es importante resaltar que la expansión de la liquidez monetaria se concentró en el mes de diciembre, cuando en el contexto de la paralización parcial de la actividad económica, se produjo un sustancial incremento de la demanda de efectivo por parte de los agentes económicos.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES

Durante el período estudiado 2000-2002, la investigación considera con atención que la política monetaria instrumentada por el Banco Central de Venezuela se caracterizó por efectuar severas restricciones en la liquidez monetaria con el objeto de alcanzar resultados estabilizadores en la economía y la reducción de las presiones inflacionarias, procediendo a intensificar la aplicación de los instrumentos de política monetaria, mediante la utilización de las Operaciones de Mercado Abierto (Venta o Compra con Pacto de Recompra o Reventa REPOS). Cabe destacar, que en función de lo dicho anteriormente, el presente estudio concluye que los esfuerzos de estabilización llevados a cabo por la política monetaria, serían insuficientes si no son acompañados de una política fiscal estabilizadora.

Las conclusiones presentadas en el estudio, están plasmadas de manera global, mediante la comprobación de los objetivos específicos con los resultados obtenidos. Se confirma y se acepta que el incremento de la liquidez monetaria origina presiones inflacionarias, observándose en el gráfico No. 10 se aprecia como los niveles de liquidez, van aumentando progresivamente a través de los años tomados en cuenta para el estudio del índice de precios al consumidor, que va incrementándose interanualmente. El coeficiente de determinación, muestra que dichas variaciones se explican en un 98 % por el incremento de la liquidez monetaria.

La inyección de divisas originada de la exportación de petróleo, al convertirse en bolívares por el Banco Central de Venezuela, se acreditan a PDVSA en la cuenta que mantiene esta institución en el Banco Central, de ese flujo de divisas convertidas en bolívares, PDVSA paga impuestos al fisco nacional, y el Gobierno al gastar en el público esos bolívares, aumenta la Base Monetaria y la oferta de dinero, lo cual pone de manifiesto la trascendencia del gasto público como creador de dinero primario. La orientación expansiva de la circulación monetaria que ejerce el gasto público a Venezuela hace que la política monetaria se caracterice por su tendencia contractiva, y es en este contexto donde se localizan la aplicación de los instrumentos de política monetaria, tales como las Operaciones de Mercado Abierto y los coeficientes de Encaje Legal.

El estudio de la relación existente entre las cantidades de dinero circulante y las cantidades de bienes y servicios ofrecidos, lleva a la presente investigación a concluir que una mayor velocidad de circulación del dinero, provoca un aumento en la demanda de bienes y servicios en términos de dinero, lo cual conduce a un incremento de los precios.

La confirmación del objetivo de que mediante, la aplicación de las Operaciones de Mercado Abierto, los cuales se basan en las operaciones de REPOS ejecutadas desde 2000, se obtendría un grado de desaceleración de las presiones inflacionarias, se sustenta en que los análisis presentados en los gráficos No.7, 8 y 9, en donde se evidencia que en el año 2000 y 2001 se presentaron desaceleraciones en la tasa de inflación puntual poniéndose de

manifiesto, los constantes esfuerzos realizados por el Banco Central por ejercer una política monetaria restrictiva, aunado, por supuesto al desenvolvimiento de la actividad real y una mayor productividad del capital de trabajo, hechos ocurridos durante los años 2000 y 2001.

Es importante recalcar que la autoridad monetaria ha manifestado grandes esfuerzos en la implementación de una política monetaria restrictiva, mediante la aplicación de las Operaciones de Mercado Abierto, esterilizando niveles importantes de liquidez monetarias con la finalidad de producir una desaceleración del crecimiento de la tasa de inflación. Es de mencionar que el efectivo control y regulación de los niveles inflacionarios, presenta un obstáculo, de carácter macroeconómico que es el elevado gasto público interno frente a débiles medidas tributarias que generan los desequilibrios fiscales, estos factores contrarios a los objetivos planteados por la política monetaria se hicieron más fuertes durante los años de 2002 donde se presentó un clima adverso a la política monetaria. La aceleración en el crecimiento de los precios en el año 2002 durante el primer semestre estuvo asociada, por una parte, a la agudización de los desequilibrios macroeconómicos durante el primer trimestre producto de la creciente brecha fiscal, la intensificación del desequilibrio monetario por la caída de la demanda de dinero y elevadas expectativas de devaluación, por otra parte, los ajustes correctivos de precios derivados de algunas medidas adoptadas al inicio del programa económico, entre las cuales cabe mencionar: el ajuste del tipo de cambio; y el ajuste gradual de las tarifas de los servicios públicos, entre ellos: servicio telefónico, suministro de agua, transporte y electricidad.

En el segundo semestre una vez superado el impacto del ajuste correctivo de precios previstos en el programa económico y como resultado de las políticas dirigidas a moderar el gasto interno y reducir las expectativas inflacionarias.

Las Operaciones de Mercado Abierto, sí ejercen un efecto de desaceleración en los índices inflacionarios, porque, dado su impacto en la liquidez monetaria, se ha demostrado que la captación de dinero, mediante la absorción de liquidez a fines de bloquear el circulante, crea un descenso especulativo. Solo cabe imaginar en la conducta social del público receptor de dinero, cuál sería la conducta del Índice General de Precios si el Banco Central de Venezuela no ejerciese acciones con fines de restringir los excedentes de liquidez monetaria mediante la implementación de operaciones de REPOS.

La aplicación de operaciones de REPOS, se ha extendido hasta los actuales momentos, considerando que la inflación no solo era un efecto social de la colectividad nacional sino también una onda expansiva psicológica debido a la alta inestabilidad política del país, que ocasionaba un fenómeno, tratado por Keynes, de la demanda monetaria llamada "especulación". Esto acompañado a las decisiones gubernamentales de intervención a la economía, causan un círculo vicioso entre nivel de sueldos e índice de precios.

En cuanto a la conclusión del objetivo general, referido a la incidencia las Operaciones de Mercado Abierto para mantener la estabilidad monetaria en Venezuela durante el periodo 2000-2002, es de mencionar que de no

existir un aumento en la oferta de dinero, los agentes económicos no tienen los medios para continuar incrementando la demanda, la cual a la vez alimenta la continuidad del proceso inflacionario.

Las formas de controlar la liquidez monetaria, como se ha venido exponiendo en el transcurso del presente Trabajo Especial de Grado, muestra que no sólo puede existir las medidas de operaciones de mercado abierto, sino que también existen otras medidas que el Banco Central de Venezuela adopta para controlar la liquidez monetaria. Estos instrumentos aportan gran influencia al fenómeno, lo cual aumenta la dimensión del entorno de decisiones, dando la posibilidad de obtener medidas efectivas, producto de la mejor combinación de los mismos.

RECOMENDACIONES

Por muy buenas intenciones que ponga de manifiesto la autoridad monetaria en implantar instrumentos como los Títulos de Estabilización Monetaria (TEM) y posteriormente las operaciones de Venta o Compra con Pacto de Recompra o Reventa (REPOS), con fines restrictivos a fines de desacelerar los niveles inflacionarios, se recomienda que se inicie un proceso de sinceración y compatibilización con la política fiscal, basados en la formulación de políticas económicas, cualquiera que sea el ámbito o su naturaleza deberá estar condicionados por dos elementos fundamentales: Coherencia y Compatibilidad.

Valga decir, que sin un programa coordinado de políticas, signado por un compromiso de reducir el déficit fiscal y abatir la inflación, cualquier intento de optimizar de manera eficiente las Operaciones de Mercado Abierto a través de las operaciones de Venta o Compra con Pacto de Recompra o Reventa (REPOS) sería muy difícil a veces hasta imposible.

La instrumentación de las Operaciones de Mercado Abierto como instrumentos de política monetaria de manera efectiva deben reunir la característica de que tales instrumentos deberán ser compatibles con la política fiscal, evitando así conflictos monetarios y fiscales que invaliden entre si los propósitos de la política monetaria y fiscal. El presente estudio recomienda, en base a las características de los instrumentos de política monetaria presentes en la investigación, complementar las Operaciones de Mercado Abierto con la instrumentación de medidas de Encaje Legal, tales como la aplicación de encajes especiales remunerados a fin de atenuar el impacto que un aumento de los coeficientes de encaje pueda tener sobre el

volumen de créditos bancarios en el Sistema Financiero y que permita importantes esterilizaciones de reservas bancarias excedentes en el corto plazo. En cuanto a las Operaciones de Mercado Abierto, la investigación recomienda en el caso de las operaciones de Venta o Compra con Pacto de Recompra o Reventa (REPOS), ejecutadas por el Banco Central de Venezuela, instrumentar estrategias de colocación en donde se amplíen los plazos de colocación de 90 a 360 días e intensificando la colocación de títulos con plazos mayores, reduciendo a la vez las colocaciones de títulos con plazos menores, permitiendo de esta manera al BCV. una absorción monetaria más duradera y, de esa manera, mejorar la eficiencia de la política monetaria.

Con el propósito de ser más eficiente con la política monetaria y ganar credibilidad, se sugieren algunos criterios operativos que sirvan de apoyo a las decisiones políticas. En primer lugar la información que suministre el Banco Central de Venezuela sobre los precios y los agregados monetarios, deberá ser lo suficientemente detallado para que los agentes económicos se formen expectativas ciertas y no mal interpretadas en el objetivo final.

Una medida eficaz para dar a entender el compromiso de la autoridad monetaria es la publicación de boletines especiales sobre la inflación, en los cuales se explique con rigurosidad la evolución de los precios, sus proyecciones y las acciones de políticas adoptadas por la autoridad monetaria, con ello las autoridades ganan credibilidad, a la vez que orientan las expectativas de los agentes económicos.

FUENTES REFERENCIALES

ARGANDOÑA RAMIZ, Antonio: **La Teoria Monetaria Moderna.** De Keynes a la década de los 80, 2da Edición 1980, Editorial Ariel.

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA: **Informes Económicos,** (1994, 1995, 1996, y 1997).

BANCO CENTRAL DE VENEZUELA: **Operaciones de Mercado Abierto,** Seminario para Periodistas, Vicepresidencia de Operaciones Nacionales, 1991.

BUTLER, Eamonn: **Milton Friedman, su Pensamiento económico.** Argentina 1989, Noriega editores.

DE KRIVOY, Ruth: **Revista del Banco Central de Venezuela**, volumen ocho, número especial 1993-1994.

DIULIO, Eugene: **Teoría y Problemas de Macroeconomía**, Fordham University USA 1990, Editorial Mcgraw-Hill.

SABINO, Carlos: **Como hacer una tesis**, Caracas 1994, Editorial Panapo

FARIA, Hugo: **La Política Económica Necesaria, Estabilización, Crecimiento y Solidaridad**, ponencias por áreas temáticas.

FOUSEK, Peter: **Los Instrumentos de Política Monetaria**. Centro de Estudios Latinoamericanos, México 1959

MAZA ZAVALA, Domingo Felipe: **Análisis Macroeconómico**, Caracas 1985, Ediciones de la Universidad Central de Venezuela.

RECIO, Marino: **Micro, macro y megaeconomía**, Venezuela 1991, Suramericana de Publicaciones.

RODNER, James Otis: **El dinero, la inflación y las deudas de valor,** Editorial Arte. Caracas 1995.

TORO HARDY, José: **Fundamentos de teoría económica** (un análisis de la política económica venezolana), Caracas, 1993. Editorial Panapo.