

## **PROGRAMACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA EN VENEZUELA: 1989-1998**

**MARÍA J. MIRABAL\***

### **Introducción**

Una de las características resaltantes de la economía venezolana es la marcada influencia de los ingresos petroleros en las finanzas públicas y la generalización de sus efectos a todos los mercados. En el caso particular del mercado monetario, existe una alta incidencia del gasto público en el comportamiento de los agregados monetarios que debe tenerse presente en los estudios relacionados con este tema.

En efecto, los ingresos en divisas provenientes de las exportaciones petroleras son vendidos por PDVSA (empresa petrolera del Estado) al Banco Central. El contravalor en bolívares de este flujo de reservas internacionales del BCV que recibe PDVSA, es utilizado en buena medida para pagar sus impuestos al gobierno. El otro gasto de PDVSA y el del Gobierno es inyectado finalmente a la economía.

Los desequilibrios macroeconómicos que se fueron formando en la economía a lo largo de la década de los ochenta exigieron la instrumentación de un programa de ajuste, el cual se adoptó en 1989. Ese año se produjo un cambio significativo en el diseño y ejecución de la política monetaria en Venezuela. El nuevo enfoque estuvo asociado a los lineamientos de política económica de un programa enmarcado en un Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, así como a la necesidad de una actuación más activa por parte del Banco Central que le permitiera propiciar el equilibrio en los mercados monetario y cambiario.

En ese contexto, los cambios que se registraron en materia de política monetaria tuvieron que ver, en primer lugar, con el diseño de políticas sustentado en la elaboración de un programa monetario y, por otra parte, con el uso preferente de las operaciones de mercado abierto dentro de los instrumentos de política. Los títulos utilizados en estas operaciones fueron y han sido títulos emitidos por el Banco Central de Venezuela.

En el presente documento se detalla la metodología del programa

---

\* Banco Central de Venezuela. Vicepresidencia de Estudios. Oficina de Consultoría Económica

monetario y se describe la política monetaria en Venezuela durante la última década, que corresponde a un período caracterizado por la crisis financiera, un control de cambio y dos Acuerdos con el Fondo Monetario Internacional.

### **I. Programa Monetario**

El programa monetario consiste en la determinación, fijación y seguimiento de una meta monetaria intermedia, consistente con los objetivos finales del programa económico. A través de este programa se concretan las acciones de política del Banco Central de Venezuela, organismo que de acuerdo a la ley que lo rige, debe establecer durante el primer mes de cada semestre, los objetivos y lineamientos de la política monetaria.

La programación monetaria en Venezuela se ha basado en el establecimiento de una meta para el dinero base o para los activos domésticos netos dependiendo del esquema cambiario vigente. Con tipo de cambio flexible y flotación libre de las tasas de interés, se ha utilizado el dinero base como objetivo intermedio del programa monetario (1989-92), mientras que bajo un esquema de tipo de cambio fijo o predeterminado, la oferta de dinero se ajusta a la demanda mediante variaciones de reservas internacionales, por lo cual el objetivo de la política monetaria es la estabilidad del tipo de cambio y la variable intermedia, el crédito interno neto (1993-98). El objetivo final de la política monetaria es la tasa de inflación, para lo cual propicia un determinado nivel de tipo de cambio mediante un límite al crecimiento de los activos internos netos, o establece un nivel al dinero base.

En situaciones ambiguas en cuanto al rol del tipo de cambio y de las reservas internacionales dentro de la estrategia de política económica, es recomendable hacer un seguimiento tanto a la base monetaria como a los activos internos netos. Ello se justifica por el hecho de que un tipo de cambio fijo o predeterminado, en el contexto de un programa coherente, puede generar entradas de capital y causar una expansión no deseada del dinero primario. Situación similar a esta se presentó durante 1996, después de iniciado el programa de ajuste de ese año, cuando la meta monetaria consistía en un tope máximo a los activos internos netos, aunque también se hacía un seguimiento al dinero base.

Independientemente de cual sea el objetivo intermedio del programa, el mismo se elabora a partir de una estimación de la demanda real de dinero por componentes (M1 y cuasidínero), basada en ecuaciones de comportamiento, cuyas

variables explicativas están representadas por el crecimiento del PIB, la tasa de inflación y las tasas de interés. Posteriormente se obtiene la demanda de saldos nominales, partiendo de los saldos reales y aplicando la tasa de inflación proyectada o la tasa de inflación objetivo del programa económico.

Para el período de estimación de la demanda de dinero, el crecimiento del PIB se obtiene por el lado del gasto mediante una combinación de relaciones estadísticas y ecuaciones de comportamiento y, en la proyección de la tasa de inflación, se utiliza una relación funcional que toma en cuenta la incidencia monetaria del gasto público.

Para calcular la demanda de base asociada a los niveles deseados de liquidez por componentes se estima, por una parte, el nivel de reservas legales y por la otra, la demanda de reservas excedentes del sistema bancario. El componente legal de las reservas se obtiene a partir de un modelo contable que permite estimar, mediante coeficientes, la evolución de las obligaciones del sistema bancario sujetas a encaje, las cuales representan una proporción estable de la liquidez monetaria. Asimismo, se considera la política de encaje legal que se prevé para el período.

$$M2 = M1 + CUASIDINERO$$

$$M1 = EPP + DV$$

$$EPP = \delta M1$$

$$DV = M1 - EPP$$

$$CUASIDINERO = DA + DP$$

$$DTM2 = DV + DA + DP$$

$$DB = EC + RB$$

$$RB = RBL + RBE$$

$$EC = EPP + ESB$$

donde,

M2= Liquidez monetaria en poder del público

M1= Circulante

EPP= Efectivo en poder del público

$\delta$  = Coeficiente estable en el tiempo que relaciona M1 con EPP

DV= Depósitos a la vista

DA= Depósitos de ahorro

DP= Depósitos a plazo

DTM2 = Depósitos totales en poder del público

DB= Dinero base  
 EC= Efectivo en circulación  
 ESB= Efectivo en el sistema bancario  
 RB= Reservas bancarias totales  
 RBL= Reservas bancarias legales  
 RBE= Reservas bancarias excedentes

Para calcular el dinero base, el efectivo en poder del sistema bancario (ESB) se incluye dentro del nivel de reservas bancarias (RB1), de allí que:

$$DB = EPP + RB1$$

La estimación de las reservas legales (RBL) se hace a través de relaciones estadísticas estables:

$$DT = \theta \text{DTM2}$$

$$\text{OSE} = \beta \text{DT}$$

$$\text{RBL} = \infty \text{OSE}$$

donde,

DT = depósitos totales del sistema bancario

$\theta$  = coeficiente conocido estable en el tiempo, que relaciona DTM2 con

DT

OSE= obligaciones sujetas a encaje

$\beta$  = coeficiente conocido estable en el tiempo, que relaciona DT con OSE

$\infty$  = tasa de encaje legal vigente

La estimación del nivel deseado de reservas excedentes, resulta más complicada. Para ello se utiliza una combinación de relaciones funcionales y estadísticas, así como supuestos que toman en cuenta la situación prevaleciente en el sistema financiero. A fin de prever que el nivel de reservas excedentes (RBE) sea compatible con el programa monetario y con el resto de los bloques, se evalúa, desde el punto de vista cualitativo, el coeficiente histórico "reservas excedentes/depósitos totales", con el estimado para el programa.

A partir de la identidad contable entre dinero base (DB), reservas internacionales netas (RIN)<sup>1</sup> y activos internos netos (AIN), se obtiene el nivel

<sup>1</sup> La variación de RIN se obtiene del Programa Cambiario, con la proyección de la balanza de pagos.

“objetivo” de esta última variable.

$$\begin{aligned} \Delta DB &= \Delta RIN + \Delta AIN \\ \Delta AIN &= \Delta DB - \Delta RIN \end{aligned}$$

La composición de los AIN está asociada a las necesidades de financiamiento neto del Gobierno Central y del resto del sector público derivadas del programa fiscal. La porción del crédito neto del Banco Central a dichos entes (CINSPUB) equivale al financiamiento neto total del sector público (FNT) menos el financiamiento externo neto (FEN) y el financiamiento interno neto procedente de fuentes distintas al Banco Central (OFIN), como por ejemplo, colocación neta de Letras del Tesoro y bonos públicos.

$$CINSPUB = FNT - FEN - OFIN$$

Es importante mencionar que en la Ley del Banco Central de Venezuela vigente desde finales de 1992, se establece la prohibición al BCV de otorgar crédito al Gobierno Central o descentralizado. Sin embargo, dentro de la composición de los activos internos netos del Banco Central aparece un saldo importante de crédito neto al sector público. Este último está relacionado con los préstamos otorgados, a través del Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria (FOGADE), a las instituciones financieras que presentaban problemas de liquidez y de solvencia en 1994, cuando el BCV decidió apoyar al sistema financiero. Otro aspecto que conviene recordar es que tanto la Tesorería Nacional como Petróleos de Venezuela, S.A. (PDVSA), mantienen recursos depositados en el BCV. Por lo tanto, movimientos en dichas cuentas tienen implicaciones en el nivel de AIN del Banco Central y estas variaciones de las cuentas en el BCV, son parte del crédito interno neto que se deriva del programa fiscal.

Adicionalmente, se proyectan otros activos internos netos que incluyen partidas de valoración y de cambios patrimoniales asociados, en la mayoría de los casos, a los resultados operativos del Banco Central<sup>2</sup>. Asimismo se incluyen

<sup>2</sup> En la práctica, la estimación del resultado operativo del BCV, se incluye en el programa fiscal y forma parte del crédito neto del BCV al sector público. Por tal motivo, en el Programa Monetario no se incluye dentro de los otros activos internos netos.

pasivos en moneda extranjera del BCV, distintos a pasivos de reserva.

Siguiendo el orden descrito a lo largo de esta sección, se cerraría el programa monetario con el crédito neto del Banco Central al sistema bancario y al sector privado. Este último se obtiene a partir del crédito interno neto del BCV, asociado a las metas de RIN y DB, menos el crédito interno neto del BCV al sector público y otros activos netos.

El flujo del crédito neto al sistema bancario y sector privado representa la estrategia de política monetaria a través de la colocación neta de títulos en el mercado.

$$\begin{aligned}\Delta AIN &= \Delta DB - \Delta RIN \\ \Delta AIN &= \Delta CIN_{SPUB} + \Delta CIN_{SPRIV} + \Delta OAIN \\ \Delta CIN_{SPRIV} &= \Delta AIN - \Delta ACIN_{SPUB} - \Delta OAI\end{aligned}$$

donde,

$CIN_{spriv}$  = Crédito Interno Neto Sector Privado

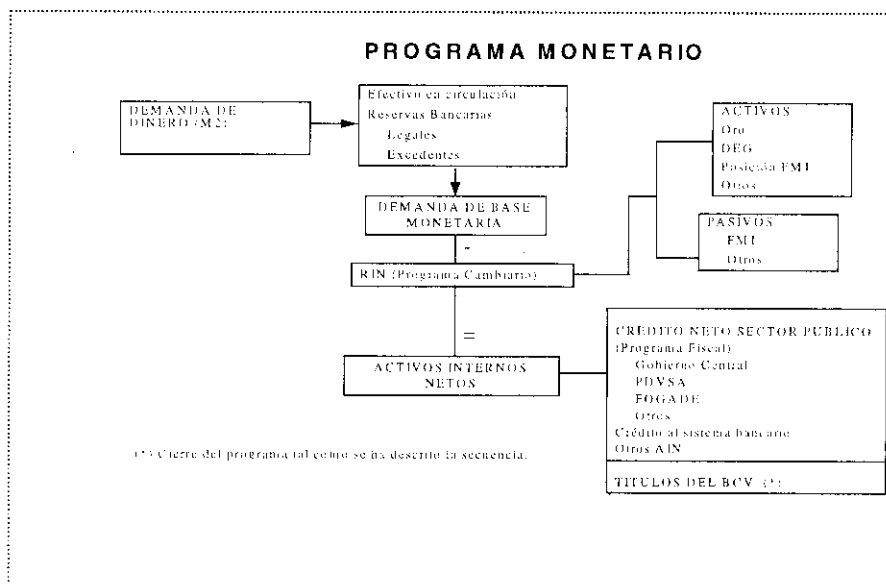
$CIN_{spub}$  = Crédito Interno Neto Sector Público

OAIN = Otros activos internos netos

El cierre monetario es una de las formas de utilizar la técnica de programación financiera. Sin embargo, se podría hacer un cierre fiscal o un cierre con el sector externo. En el caso del cierre fiscal se obtendría el déficit fiscal compatible con los objetivos finales de la política económica.

Para el seguimiento del programa monetario se elabora el programa operativo, el cual consta de una proyección del dinero base y de los activos internos netos para cuatro semanas. La proyección de estas variables o metas del programa se compara con los valores programados y en función al margen que se obtenga, se define la estrategia semanal de intervención con operaciones de mercado abierto.

La proyección, para el seguimiento, del dinero base y de los activos internos netos, se realiza en base a información proveniente de la Tesorería Nacional, de PDVSA y del propio Banco Central, la cual permite calcular la incidencia neta de dichos entes sobre las variables antes mencionadas. Esta información permite, además, inferir los posibles desvíos que se estén generando en el Programa Fiscal, particularmente en lo que se refiere a la gestión de la Tesorería Nacional y de PDVSA. Asimismo, se toma en cuenta el comportamiento



observado y previsto de las reservas internacionales netas, en el contexto del programa cambiario y del esquema de tipo de cambio vigente. En Venezuela, la programación monetaria ha enfrentado, y están presentes aún, una serie de limitaciones, relacionadas por un lado, con la indefinición de las políticas económicas y/o la inconsistencia entre las mismas y, por la otra, con las continuas interrupciones de los programas económicos. Ello ha ocasionado una permanente revisión o reprogramación del programa monetario con la repercusión que ello tiene en el seguimiento y en el logro de los objetivos finales. Tal situación ha traído como consecuencia que en determinados períodos la programación financiera constituya un simple ejercicio de proyección, como fue el período 1993-1995 asociado, principalmente, a la crisis financiera que vivió el país y a la indefinición hasta, comienzos de 1996, de un programa económico coherente. En el caso específico del seguimiento, se observa incumplimiento entre los entes involucrados y, en aquellas circunstancias en que dichos entes hacen esfuerzos por ejecutar sus acciones en los términos programados para el cierre del trimestre, la volatilidad de los flujos financieros a lo largo del período le confiere volatilidad a las principa-

les variables macroeconómicas. De allí que para aminorar esta inestabilidad, se realizan reuniones periódicas entre funcionarios del Banco Central, Ministerio de Hacienda y PDVSA con miras a lograr la coordinación que exige un programa exitoso.

<b>Formato A</b>	
<b>Resumen de las Cuentas del Banco Central</b>	
<b>(Millones de bolívares)</b>	
<b>1. Reservas Internacionales Netas</b>	
<b>2. Activos Internos Netos</b>	
2.1	Crédito neto al sector público
2.1.1	Gobierno Central (*)
2.1.2	PDVSA
2.1.3	FOGADE
2.1.4	FIV
2.1.5	Resto
2.2	Crédito al sistema bancario
2.2.1	Asistencia financiera
2.2.2	Títulos del BCV
2.3	Otros activos netos
<b>3. Dinero Base (1+2)</b>	

(\*) Incluye resultado operativo del BCV.

<b>Formato B</b>			
<b>Seguimiento del Programa Monetario</b>			
<b>(Millones De Bolívares)</b>			
	<b>Programado</b>	<b>Observado</b>	<b>Diferencia</b>
	<b>(I)</b>	<b>(II)</b>	<b>(I-II)</b>
<b>1. Variación de Rin</b>			
<b>2. Variación de Ain</b>			
2.1	Variación de activos		***a/
2.2	Variación de pasivos		
2.2.1	ATN		
2.2.2	PDVSA		
2.2.3	Otros		
2.2.3	Colocación neta de Títulos del BCV	***a/	
2.3	Variación de otros AIN		
<b>3. Variación DB (1+2)</b>			



a/ Estrategia semanal de colocación neta de títulos del BCV sugerida por el margen o la diferencia entre los valores programados y observados para el dinero base y los activos internos netos.

## **II. Política Monetaria**

Hasta finales de la década de los ochenta, el Banco Central de Venezuela utilizó instrumentos directos de política monetaria representados por el manejo discrecional de las tasas de interés (exceptuando el período septiembre 1981-febrero 1984) y el establecimiento de requerimientos mínimos de cartera crediticia para diversas actividades, con tasas de interés preferenciales.

Es a partir de 1989, en la oportunidad en que se instrumentó el programa de ajuste macroeconómico con apoyo financiero del FMI, cuando el BCV comenzó a utilizar mecanismos indirectos de control monetario, lo que le permitiría ejecutar una política monetaria más eficiente, en línea con el rol más activo que le correspondería jugar al Banco Central en el contexto macroeconómico y de ajuste que se iniciaba.

Durante el período 1989 -1998, el BCV utilizó los tres instrumentos de política monetaria con los cuales tradicionalmente cuentan los bancos centrales: operaciones de mercado abierto (OMA), redescuentos y encaje legal. La utilización de cada uno de ellos o la combinación de ellos, dependió de las circunstancias de la economía venezolana en cada momento.

En esta década se pueden distinguir tres períodos: el primero, entre 1989 y 1993; el segundo, cuando se registró la crisis financiera y el control de cambio y, finalmente, el período 1996 - 1998.

### **II.1 El nuevo enfoque: 1989 - 1993**

Al iniciarse el programa de ajuste macroeconómico, el BCV se planteó como objetivos, por una parte evitar alzas de precios adicionales a las que se generarían por los ajustes de precios relativos inducidos por el nuevo esquema de política económica y, por la otra, procurar la estabilidad en el mercado cambiario, una vez eliminado el control de cambio y sincerado el precio de la divisa. Posteriormente el BCV mantuvo sus objetivos de reducir las presiones inflacionarias y el de propiciar la estabilidad del mercado cambiario, encontrando limitaciones en 1992 y 1993, por la incertidumbre política de esos años.

En ese contexto, el BCV propició el desarrollo de mecanismos de mercado para lo cual flexibilizó el esquema de determinación de la tasas de interés y, para finales de 1989, inició la colocación de títulos de su propia emisión en mercado abierto. La flexibilización del sistema de tasas de interés y el uso preferente de operaciones de mercado abierto, resultaban consistentes con los lineamientos de política de estimular la demanda de dinero y conferirle al mercado un rol más determinante en la asignación de recursos.

El efecto inmediato de la flexibilización de tasas, por parte del BCV, fue el aumento significativo de las tasas activas y pasivas del mercado financiero, lo que a su vez fue propiciado por el Banco Central, al aumentar la tasa de redescuento de 8% a 23%.

Las OMA son más flexibles y pueden ser utilizadas con mayor frecuencia para controlar los desequilibrios monetarios y, en el caso venezolano, para contrarrestar el efecto monetario expansivo derivado de las fuentes de variación de dinero primario exógenas al BCV, particularmente asociado al gasto público.

La utilización de títulos emitidos por el BCV se debió a que los títulos públicos que mantenía el Banco Central en su cartera, no resultaban atractivos al mercado en cuanto al plazo y a la tasa de interés fija. Su colocación habría tenido que efectuarse a un descuento muy alto y las cantidades en la cartera del BCV, resultaban insuficientes. Adicionalmente, el mercado de títulos públicos no estaba ni está lo suficientemente desarrollado como para apoyar los requerimientos de operaciones de mercado abierto.

Así comenzó la colocación de los "Bonos Cero Cupón" (BCC), cuyo rendimiento venía determinado por la diferencia entre el precio de adquisición y el valor nominal al cual eran rescatados a su vencimiento, que representa el descuento al que se colocaban. Inicialmente se colocaron a través de la Bolsa de Valores, luego y, hasta su desaparición, mediante subasta pública en el Banco Central.

En 1990, las OMA sustituyeron a la emisión de certificados de depósito en mesa de dinero del BCV, que desde 1987 había sido el mecanismo de absorción monetaria. Ese mismo año se unificó, en 12%, la tasa de encaje legal sobre los depósitos emitidos por el sistema bancario y se inició la colocación de BCC a través de la subasta en el BCV. Paralelamente se creó la mesa de operaciones monetarias con el fin de colocar BCC mediante adjudicación directa y hacer rescates anticipados en caso de que la política monetaria lo requiriese.

La unificación de la tasa de encaje legal significó una medida relevante, ya

que los encajes diferenciados por instrumentos dificultan la programación monetaria.

El crédito a la banca, mediante el mecanismo de redescuentos, anticipos y reportos, estuvo en línea con el papel de prestamista de última instancia del Banco Central y con la disponibilidad de recursos con que contaron las instituciones financieras. En materia de tasas de interés, el BCV estableció una liberación “de facto”, al fijar entre 10% y 60%, la banda de fluctuación para las tasas de interés pasiva mínima y activa máxima del mercado financiero. Esta última medida buscaba propiciar una mayor competencia entre las instituciones y una asignación más eficiente de los recursos.

Hacia mediados de 1990, con la estabilidad mostrada por el mercado cambiario, el BCV trató de incentivar el crédito bancario, propiciando una reducción en el rendimiento de sus títulos. Sin embargo, la actividad crediticia no respondió y aún así surgieron presiones inflacionarias. Por ello, el Banco Central comenzó a ser más restrictivo mediante OMA y complementó estas operaciones con un aumento en la tasa de encaje legal a 15%.

En 1991 se intensifica el uso de OMA, como lo indica el monto de colocaciones brutas que se muestra en el Cuadro No.1. Para reforzar a las OMA, se utilizó nuevamente al encaje legal, ya que el BCC estaba perdiendo efectividad, en un contexto de alta incidencia monetaria proveniente del gasto público, asociada al sustancial incremento de los precios del petróleo. El BCV acordó un encaje legal del 80% sobre los depósitos del sector público en el sistema bancario, y elevó a 25% el de los depósitos del sector privado. El uso combinado de estos dos instrumentos permitió absorber gran parte de los excedentes de liquidez y reducir el saldo de BCC.

Entre los resultados de la política del Banco Central en ese lapso se pueden señalar: la reducción de la tasa de inflación, se atenuó la presión en el mercado cambiario y se frenó el aumento de la demanda agregada interna a través de la reducción en la actividad crediticia. Por su parte, la banca amplió el diferencial de tasas activas y pasivas, lo cual podría asociarse al aumento en la tasa de encaje legal.

Durante los dos últimos años del período, estuvo presente una situación política adversa que generó un clima de incertidumbre y de inestabilidad en los mercados monetario y cambiario. Paralelamente, se incrementó el déficit fiscal, con lo cual resurgieron las expectativas inflacionarias y de depreciación del tipo de cambio.

El BCV regularizó la subasta semanal de BCC, lo que permitió disponer de un rendimiento de referencia periódica para el mercado monetario. Se extendió el plazo de 90 a 150 días, y se utilizaron Letras del Tesoro, además de los BCC.

Debido a la caída recurrente de la demanda de dinero, evidenciada en la salida de capitales, se retomó la apertura de depósitos, de muy corto plazo, en la mesa de dinero del BCV. Por otra parte, la desigual distribución de la liquidez bancaria generó volatilidad en la tasa interbancaria, por lo que se decidió establecer un mecanismo de suministro de liquidez a través de algunos bancos comerciales (bancos agentes).

En materia de encaje legal, se acordó reducir progresivamente las tasas aplicables a los depósitos del sector público y privado, hasta que se llevaron a 25% y 15% respectivamente. Asimismo se acordó centralizar el encaje en su totalidad en el Banco Central.

En cuanto a la política de tasas de interés, se decidió permitir un mayor espacio para que pudieran reflejar las condiciones del mercado en ese momento. Para ello, el BCV acordó flexibilizar el límite superior de la banda de las tasas activas, el cual quedó atado al rendimiento del BCC más 20 puntos porcentuales.

En este período se puso en vigencia la nueva Ley del BCV, la cual acentúa la responsabilidad del Banco Central en la definición de lineamientos y objetivos de la política monetaria, al fijarle como prioridades la lucha contra la inflación y preservar la capacidad de pagos externos. Asimismo, se establece la prohibición de otorgar créditos al Gobierno Central o descentralizado.

A partir de octubre de 1992, se aplicó una regla de depreciación uniforme y programada ("crawling peg") que, conjuntamente con las operaciones de mercado abierto, tenía como objetivo contener la fuerte demanda de divisas asociada a la crisis política. Sin embargo, en 1993, este esquema cambiario determinó una apreciación real y por lo tanto expectativas de devaluación. Hacia finales de ese año, el BCV atendió requerimientos de liquidez por parte de algunos bancos que finalmente tuvieron que ser intervenidos.

## **II.2 Crisis Financiera y Control de Cambio: 1994 - 1995**

En 1994 se registró una crisis financiera sistemática sin precedentes en la historia del país. Ella condicionó la política monetaria pues el Banco Central se vio en la necesidad de otorgar asistencia financiera directa mediante el mecanismo de redescuentos, anticipos y reportos, e indirecta a través de FOGADE. Esta decisión

del BCV de apoyar al sistema financiero, dotándolo de liquidez, tenía como propósito fundamental frenar el efecto contagio que se generaría con la caída de los primeros bancos, dentro de los cuales estaba uno de los bancos más grandes del país. Paralelamente, el apoyo del BCV se materializó mediante la colocación significativa de títulos de su propia emisión en el sistema bancario.

Adicionalmente, el BCV instrumentó medidas dirigidas a establecer las condiciones para que las instituciones bancarias con recursos excedentes los canalizaran hacia los bancos con problemas de liquidez. Estas medidas incluyeron, la reapertura de la facilidad crediticia “overnight”, a través de los bancos agentes, la disminución de la tasa de encaje legal de 15% a 12%, y la instrumentación del mecanismo temporal de liberación efectiva del encaje legal.

Para atenuar el desequilibrio en el mercado monetario provocado por la expansión de las reservas bancarias derivadas del crédito del BCV a FOGADE, y por la caída de la demanda de dinero asociada a la crisis, el Banco Central intensificó sus colocaciones de BCC, con miras a estimular las preferencias por activos en moneda nacional. Sin embargo, la desconfianza e incertidumbre por la crisis del sistema financiero dificultaban el control monetario. Tal situación se manifestaba en una caída recurrente de la demanda de dinero y una fuerte salida de capitales.

Por tal motivo, se acordó eliminar el “crawling peg”, sustituyéndolo por un sistema de flotación de la moneda, y posteriormente se decidió actuar en el mercado cambiario, a través del mecanismo de subasta. Al principio era un sistema de subasta simple, según el cual se ajustaban las cantidades de divisas ofrecidas. Luego se sustituyó por el de “subasta holandesa”<sup>3</sup>.

A finales del primer semestre de 1994, el BCV decidió suspender el otorgamiento de financiamiento a FOGADE, lo cual precipitó la intervención de ocho bancos y obligó al Gobierno a adoptar un programa de capitalización de esta institución, para lo cual se emitieron Bs. 400 millardos de títulos de la deuda pública. Surgieron nuevamente fuertes presiones en el mercado cambiario y el Ejecutivo Nacional decidió implantar un sistema de control de cambio. Ello

---

<sup>3</sup> Consiste en que los demandantes de divisas presentan una oferta contentiva del tipo de cambio y la cantidad que se desea adquirir. El Banco Central fija la tasa de cambio mínima y suministra las divisas requeridas para satisfacer aquellas ofertas que superen la tasa mínima. La asignación de las divisas es proporcional a la tasa ofrecida y va descendiendo hasta el precio mínimo establecido por el Banco Central para la divisa, por debajo del cual no se venden divisas.

generó mayores excedentes de liquidez y caída en las tasas de interés, llevándolas a niveles reales negativos. Ello condujo a la necesidad de modificar las bandas nuevamente, ya que algunos bancos llegaron al nivel mínimo establecido desde 1990 (10%). Así se decidió vincular tanto el nivel máximo como el mínimo, al rendimiento de los BCC. Esta medida, conjuntamente con la intensificación de las OMA, propició un aumento en las tasas de interés.

La persistente caída en la demanda de dinero se mantuvo en 1995, toda vez que estaban presentes la vulnerabilidad del sistema bancario, el significativo déficit del sector público, asociado en buena medida a la crisis financiera, el control de cambio y las expectativas de devaluación por la sobrevaluación del tipo de cambio. Esta situación restó efectividad a la política monetaria para lograr resultados estabilizadores en materia de precios y del sector externo.

En enero de ese año, el Banco Central sustituyó a los BCC por títulos de estabilización monetaria (TEM), los cuales son el mismo instrumento, sólo que pretenden dar una referencia más directa al mercado financiero sobre la intención del BCV en lo referente a tasas de interés, tomando en cuenta que estos títulos devengan un interés explícito, aunque el rendimiento efectivo, evidentemente, considera el descuento o la prima al que se colocan.

Las colocaciones de TEM fueron significativas y el rendimiento efectivo pasó de 28% en junio a 49% en diciembre. Ello, aunado al bajo rendimiento de los activos financieros del BCV, generó por primera vez una pérdida operativa al Banco Central. A pesar de este esfuerzo, la actuación del BCV en 1995 mediante OMA, fue expansiva dado el flujo de vencimientos de BCC y de TEM que se registraron ese año.

En definitiva, si bien la crisis financiera comenzó a ceder, se cerró este período con un deterioro generalizado y de desequilibrios en la economía: alta tasa de inflación, que si bien se desacelera en 1995 respecto a 1994, es un logro relativo, ya que estuvo asociado a controles de precios y de cambio, y a la escasez de productos. Además se registró una caída en las reservas internacionales y este deterioro del sector externo se manifestó, en parte por las expectativas de devaluación asociadas a la sobrevaluación del tipo de cambio. Adicionalmente persiste un déficit fiscal elevado, un crecimiento de la economía sustentado principalmente en la actividad petrolera, y un aumento en la tasa de desempleo.

### **II.3 Período reciente: 1996 - 1998**

En 1996 el Gobierno decidió instrumentar un programa de estabilización (Agenda Venezuela) con el aval del Fondo Monetario Internacional. El ajuste iniciado, así como el aumento en los precios del petróleo fueron factores determinantes en la mejora de las finanzas públicas y de la posición externa del país. Sin embargo, los resultados en materia de precios y crecimiento económico no son alentadores si se analizan a nivel anual, ya que la tasa de inflación fue de 103% y la variación del PIB real de - 1,6%. El significativo aumento de la tasa de inflación se explica por la eliminación del control de cambio y sinceración del precio de la divisa, por el aumento del precio de la gasolina y de las tarifas eléctricas.

No obstante, un paso importante fue la eliminación del control de cambio, que conjuntamente con el resto de medidas de política y el saneamiento del sistema financiero, fue contribuyendo a la reducción de los desequilibrios hacia finales de 1996. La política cambiaria se planteó moderar las expectativas inflacionarias a través de una evolución relativamente estable y predecible del tipo de cambio. Para ello, se definió la paridad después de dos meses que se dejó fluctuar libremente y, posteriormente, se estableció un sistema de bandas cambiarias, con una paridad central con pendiente positiva en función del objetivo anual de inflación a partir de ese momento (julio 1996).

La política monetaria mantuvo una marcada orientación restrictiva, aunque su efectividad se vio limitada por la significativa expansión monetaria proveniente del Gobierno Central y de PDVSA (Cuadros Nos. 1 y 2). Ello trajo como consecuencia un crecimiento significativo de los agregados monetarios y una tendencia a la baja en las tasas de interés. Esta situación de mejora en las cuentas fiscales, por aumento en los precios del petróleo, con monetización de reservas internacionales, se observa recurrentemente en Venezuela lo que dificulta el control monetario por parte del Banco Central. De allí la necesidad de constituir un Fondo de Estabilización Macroeconómica, como se acordó finalmente en 1998.

El BCV complementó la colocación de TEM con la aplicación de un encaje especial remunerado durante dos meses previos al inicio del programa. Al comenzar este último, el BCV acentuó su orientación restrictiva mediante adjudicación directa de títulos a plazos menores a un mes; entre uno y tres meses por subasta y la emisión de certificados de depósito en su mesa de dinero, por una semana. Ello determinó un alza en las tasas de interés, que paralelamente a la reducción de las expectativas de devaluación y de la prima de riesgo - país provocó entradas de capital, por lo que el Banco Central decidió ampliar los plazos

de colocación de sus títulos hasta 365 días. La mayor acumulación de RIN y la monetización de éstas por encima de lo previsto, limitaron las acciones del BCV y generaron volatilidad en las tasas de interés.

En 1997 la política monetaria continuó instrumentándose con OMA, incluyendo la colocación de títulos públicos, por un monto considerable. Adicionalmente se complementó la acción restrictiva del BCV con un aumento en la tasa de encaje legal y una mayor venta de divisas. El coeficiente de encaje legal se incrementó en dos oportunidades: en el mes de julio de 12% a 15% , y en el mes de agosto, cuando se ubicó en 17%. Asimismo, el BCV aumentó la tasa de interés anual que cobra por sus operaciones de redescuento y anticipo de 45% a 60% y, elevó la tasa de interés que cobra por el incumplimiento del encaje (la ubicó en un rango que oscila entre 60% y 80%, dependiendo de la falta). Al igual que en 1996, la orientación contractiva del BCV estuvo limitada por una incidencia fiscal superior a la prevista, dado los mayores ingresos petroleros.

Los resultados macroeconómicos de este año fueron alentadores, tomando en cuenta la desaceleración de la tasa de inflación, el crecimiento del PIB y el aumento de las reservas internacionales. Sin embargo, el ajuste fiscal no se materializó en la magnitud prevista, manteniéndose un déficit doméstico persistentemente elevado y, por consiguiente, una fuerte expansión monetaria del gasto público (tanto del Gobierno Central, como de PDVSA).

El cierre del período de análisis es un año caracterizado por fuertes expectativas que condicionaron el desenvolvimiento de los mercados. En el ámbito político se trató de un año electoral y en lo económico, se registró una baja significativa en los precios del petróleo lo que afectó las cuentas fiscales y del sector externo, acrecentando la incertidumbre y las expectativas inflacionarias y de devaluación.

La crisis registrada en los mercados financieros internacionales, incidió desfavorablemente debido a las expectativas que se generaron en los mercados emergentes. Esta situación generó expectativas de devaluación que se fueron reduciendo, en la medida en que los agentes económicos descartaron la devaluación como fuente adicional de financiamiento del déficit fiscal y, ante la decisión del BCV de defender el esquema cambiario vigente. De esta manera, al BCV le correspondió enfrentar un desequilibrio monetario asociado a la presencia de un doble shock externo desfavorable que determinó una caída persistente en la demanda de dinero a lo largo del año.

Entre los resultados macroeconómicos destaca la desaceleración



nuevamente de la tasa de inflación, la cual, sin embargo, estuvo acompañada de un estancamiento de la actividad económica y una disminución de las reservas internacionales, explicada por el déficit registrado, tanto en la cuenta corriente como en la cuenta de capital.

### III. CONCLUSIONES

En el período comprendido entre 1989 y 1998 la política monetaria enfrentó nuevos retos y serias limitaciones. Los retos están asociados al papel más activo que le correspondió jugar al Banco Central en el contexto de dos programas de estabilización con apoyo del Fondo Monetario Internacional, cuando en el caso del programa de ajuste de 1989 se pasaba de una política monetaria con instrumentos de control directo a una política que debía propiciar una mayor participación del mercado.

Las limitaciones fueron diversas, comenzando por la incertidumbre política del año 1992, la cual estuvo presente también en dos períodos preelectorales 1993 y 1998. Asimismo, tuvo que enfrentar la interrupción del programa de ajuste de 1989, la severa crisis financiera y el control de cambio. Esta situación limitó la eficiencia de la política monetaria en el logro de sus objetivos.

El BCV utilizó, en mayor medida a las operaciones de mercado abierto y si bien este es el instrumento más idóneo en cuanto a su flexibilidad y la participación voluntaria de los agentes, ha disminuido su eficacia y ha representado una carga financiera para el BCV en algunos años. El significativo aumento de los títulos del Banco Central ha generado una fuente adicional e importante de expansión monetaria, lo que pudiera restarle credibilidad al BCV.

La capacidad del instrumento para propiciar el logro de los objetivos de política se ha visto limitada por los significativos desequilibrios observados en el mercado monetario. En algunos casos, por la alta incidencia expansiva del gasto público, en parte no prevista en el diseño del programa. En otras circunstancias, debido a la caída recurrente de la demanda de dinero y en ocasiones por ambos elementos, como fue el período de la crisis financiera.

Un incremento en los precios del petróleo que significa unos mayores ingresos fiscales y una "mejora" de las finanzas públicas, ha implicado una mayor monetización y la necesidad de una actuación más restrictiva del BCV. Contrariamente, un deterioro de los ingresos petroleros y de incertidumbre política, generaron expectativas desfavorables, afectando la demanda de dinero.

En cuanto a la carga financiera que ha significado para el BCV la colocación de sus títulos, hay varios elementos a considerar. En primer lugar, el aumento considerable de dicha carga se origina a partir de la crisis financiera cuando, el Banco Central estimó que ello significaría el menor costo para la economía. A partir de allí los desequilibrios monetarios no han cesado, reconociéndose que parte importante de la expansión monetaria ha estado y está representada por los vencimientos de estos títulos. Por otro lado, el bajo rendimiento de los activos del BCV, dentro de los cuales está el crédito otorgado a las instituciones financieras a través de FOGADE, en condiciones preferenciales.

Otro elemento está relacionado con la posibilidad de colocar títulos públicos. Al respecto, cuando han mejorado los ingresos fiscales, particularmente por mayores ingresos petroleros, se ha registrado una fuerte expansión monetaria y una necesidad mayor de absorción por parte del BCV. Sin embargo, en ese momento el fisco no ha tenido la necesidad de financiarse mediante una mayor colocación de bonos públicos. Por tal motivo, para poder disminuir gradualmente el saldo de títulos del BCV, se requeriría un mercado de títulos públicos más desarrollado y que la instrumentación del Fondo de Estabilización Macroeconómica (FEM) sea adecuada y se cumpla. El FEM está en línea con el establecimiento de metas al déficit doméstico. En la práctica, cuando se ha acordado un programa con el FMI, de alguna manera se ha puesto un límite al mismo, tomando en cuenta los ajustes a las metas originales en la eventualidad de un aumento en los precios del petróleo. Sin embargo, estos programas no tuvieron la debida continuidad y, en el caso de no existir un programa coherente, se ha incrementado, en la mayoría de los casos, el gasto público. Otra limitación que ha encontrado la política monetaria es la diversidad de objetivos que ha pretendido alcanzar en determinados períodos. Evidentemente lo descable sería mantener estable todos los mercados, pero cuando los desequilibrios están presentes, alguna variable relevante los recoge. En esta década se ha observado volatilidad en las tasas de interés, lo cual se ha acentuado al evitar deslizamientos en el tipo de cambio, por lo que sería recomendable aminorar el peso de los desequilibrios, sobre las tasas de interés. Finalmente la autonomía del Banco Central es importante y la Ley del BCV apunta hacia ella. Sin embargo, tanto la política fiscal como la cambiaria condicionan el comportamiento de los agregados monetarios y por ende a la política monetaria. En el caso de la política cambiaria, el BCV no es autónomo y en relación a la política fiscal, la alta incidencia del gasto público en el proceso de creación de dinero primario en Venezuela limitan el control

monetario por parte del BCV. Es indispensable, por ello, mucha coordinación entre el sector público y el Banco Central, en el diseño y ejecución de las políticas.

#### REFERENCIA

SLEITAS, C., MIRABAL M., ROÓ E. Y SÁNCHEZ G. "Modelo de Simulación de Programación Financiera". Banco Central de Venezuela. Vicepresidencia de Estudios. 1999. Mimeo.

RODRÍGUEZ C. Y UZCÁTEGUI Y. "Operaciones de Mercado Abierto: Experiencia en Venezuela entre 1989-1994". CEMLA. Monetaria Volumen XIX N° 3, 1996.

VILLAVICENCIO R. Y MIRABAL M. "El Manejo de las Tasas de Interés en Venezuela, dentro de un Programa de Estabilización". CEMLA. Monetaria Volumen XIV No. 3. 1991.

BCV. Informe Económico: 1989-1997.