



E C O N Ó M I C O

4 Departamento de Información Boletín económico informativo mensual, julio de 2002 • año 7

## El marco legal institucional orienta la estrategia monetaria

Desde 1996 hasta principios de febrero de 2002, la economía venezolana operó bajo un régimen de bandas cambiarias, tiempo en el cual el tipo de cambio sirvió parcialmente como ancla nominal de la economía. Durante este período, la política monetaria se concentró, en buena medida, en limitar el crecimiento del crédito doméstico neto del Banco Central, con el fin de morigerar las presiones sobre las reservas internacionales.

Durante el período de vigencia del esquema de bandas se observó una disminución progresiva de la tasa de inflación, aunque desde finales de 2001 y en el primer mes y medio del 2002, se produjo una rápida disminución de las reservas internacionales.

Con la adopción del esquema de flotación del tipo de cambio, en febrero del

año 2002, el Banco Central de Venezuela comenzó a trabajar en una nueva estrategia monetaria, que combina elementos del enfoque de agregados monetarios con el de metas de inflación. En este esquema flexible, las decisiones de política monetaria se sustentan en la evaluación permanente de un conjunto de indicadores monetarios, de precios, reales y cambiarios, con el fin de lograr un objetivo de inflación. La estrategia monetaria es consistente con los objetivos que el marco legal institucional vigente define para el Banco. La modificación del régimen cambiario también impone la necesidad de definir un ancla nominal para la economía, en sustitución del tipo de cambio, que permita servir de guía para conducir la política monetaria.

### La legislación como base

Tanto en la Constitución Nacional como en la Ley del BCV queda claramente

establecida la autonomía del Banco Central, es decir, que puede elegir independientemente cómo conducir su política monetaria, cuál es la estrategia y los instrumentos a utilizar. También son explícitas estas leyes en indicar que el instituto emisor no debe convalidar políticas fiscales expansivas, y coloca como su objetivo principal la estabilidad de precios.

La legislación establece un acuerdo anual de políticas. En la coordinación macroeconómica se deben crear las condiciones para que la política fiscal esté acorde con las políticas monetaria y cambiaria, y a su vez con el objetivo de inflación.

Operativamente, el Banco Central como uno de los actores fundamentales del proceso, evaluará periódicamente la consistencia de los resultados en función del objetivo de crecimiento e inflación. A través de variables instrumentales o intermedias se determinará si la meta se está cumpliendo, y en caso contrario, se adoptarán los mecanismos necesarios —expansivos o restrictivos, según sea el caso— para corregir la senda que se ha trazado como norte.

El primer acuerdo anual de políticas entre el Banco Central de Venezuela y el Ministerio de Finanzas deberá suscribirse en octubre próximo para entrar en vigencia en el 2003.

### Variables de seguimiento

*Para guiar la estrategia monetaria, el Banco Central de Venezuela tomará el dinero base como variable de seguimiento. Esto responde al mejor control que el instituto emisor tiene sobre esta variable en relación con otros agregados monetarios más amplios. El dinero base, que incluye monedas y billetes en manos del público, más las reservas bancarias depositadas en el BCV y las monedas y billetes que las instituciones financieras tienen para atender a sus clientes, es una información que el BCV obtiene de manera oportuna, lo que facilita la conducción de la política monetaria.*

*Las señales que emitirá el BCV al mercado se hará mediante la tasa de interés de corto plazo, a través de las subastas con tasas fijas y montos abiertos.*

## La demanda de dinero

El mercado monetario constituye el conjunto de personas, instituciones, instrumentos, leyes, costumbres, en el cual se ofrece y se demanda dinero. La oferta de dinero es una cara de él; es la cantidad de medios de pago que está disponible en una comunidad, en un momento determinado. La otra cara de ese mercado es la demanda de dinero.

La demanda de dinero es un término que se presta a confusión si se pretende asociarlo con la demanda de otro bien cualquiera. Por ejemplo, cuando se hace referencia a la demanda de limones, de lo que se trata es de la decisión sobre cuántos limones comprar a determinado precio y, por consiguiente, de cuánto dinero se está dispuesto a entregar para obtener esos limones. Se puede estar tentado, entonces, a razonar lógica y paralelamente: si lo que se acaba de explicar es la demanda de limones, la demanda de dinero estaría constituida por lo contrario, es decir, por el deseo de la gente de entregar bienes –limones– para obtener dinero. En cierto sentido eso es verdad: tal “demanda de dinero”, en un período de tiempo determinado y para la economía en su conjunto, estaría compuesta por la cantidad de todos los bienes ofrecidos a cambio de dinero. Pero esto último es lo que los economistas prefieren denominar “producción total de la economía” o “producto interno bruto” (PIB).

Por otro lado, a la demanda en dinero se le confunde en oportunidades con la demanda de crédito. Pero se trata de cosas muy diferentes. La demanda de crédito es simplemente la cantidad de determinado bien que se desea conseguir en el presente, para devolverla en el futuro. Tal bien puede ser dinero o cualquier otra cosa. Así, si aumenta la demanda de crédito en un momento determinado, lo que eso quiere decir es que se desea más de ese bien, con la consiguiente obligación de regresarlo en una fecha posterior determinada.

La demanda de dinero es, más bien, el deseo de mantener dinero; es el requerimiento que se hace de la cantidad de dinero que está disponible en la economía. Cuando se dice que ha subido la demanda de dinero, lo que se quiere expresar es que, en vez de apetecer otros bienes, como limones o acciones de empresas, se desea retener dinero. Cuando, por el contrario, ocurre lo que se conoce como un “*shock* negativo a la demanda de dinero”, lo que eso expresa es que las personas o las instituciones quieren salir de sus posesiones de dinero para adquirir otros bienes. Entre esos otros bienes, de carácter real o financiero, se incluyen las divisas o los activos financieros internacionales. Un *shock* a la demanda de dinero tiene importantes consecuencias para el funcionamiento de la economía.

Otra característica de la demanda de dinero es que se trata de un “*stock*” o de una existencia, lo que significa que su nivel se mide por la cantidad de dinero que la comunidad desea mantener en un momento determinado de tiempo, al contrario de los flujos que se miden en un período; así, si la demanda de dinero es, por ejemplo, 5 billones de bolívares, tal cantidad es la que la comunidad tiene en un momento dado, en una fecha precisa; a menos que alguien la tenga, ese dinero no existe. Es diferente con la demanda de cualquier otro bien: la demanda de automóviles, por ejemplo, se refiere a la cantidad de ellos que la comunidad desea adquirir, en un período dado: si se menciona que la demanda de automóviles es de 10.000 unidades, tal número se refiere a un espacio de tiempo, por ejemplo, un año. Esa demanda de automóviles es un flujo. En tal sentido, la demanda de dinero también es diferente. Se puede hacer un símil con un río y un lago: el caudal del río se puede medir, por ejemplo, por litros de agua que fluyen por hora o por día; eso es un flujo. En cambio, la cantidad de agua en un lago es la existencia del líquido en un momento determinado.

En adición, cuando los economistas miden la demanda de dinero o simplemente se refieren a esta variable, lo que tienen en mente es la cantidad de dinero que se desea retener pero en términos de la cantidad de bienes y servicios que tal monto de dinero pue-

de comprar, es decir, la demanda de dinero es un concepto de carácter real; no hay "ilusión monetaria" con respecto a ella.

En la determinación del otro lado del mercado monetario, la oferta de dinero de una economía dada, al menos hasta cierto límite, el Banco Central incide cuándo interactúa con el sistema financiero. Pero la demanda de dinero la deciden los agentes económicos —personas, empresas, instituciones— de acuerdo con preferencias e incentivos que tienen: igual que con los demás activos financieros —bonos, acciones, etc.— el dinero le permite a su dueño tener mando sobre recursos en general, pero a diferencia de aquellos, el dinero se puede usar para efectuar transacciones; no es común, por ejemplo, pagar la entrada a un espectáculo con una letra del Tesoro, pero sí lo es hacerlo con alguna forma de dinero. Así, el dinero se usa como "medio de intercambio".

Por lo tanto, entre más transacciones se realicen en la economía, si permanece lo demás igual, más demanda de dinero se generará. Pero, además, las personas están obligadas a encarar un dilema: así como se puede mantener un inventario dado de dinero —igual que las empresas tienen inventarios de bienes— para hacer

compras, entre mayor sea ese inventario, mayor también es el ingreso por

cios. El costo de demandar dinero se representa, por lo tanto, por la tasa de interés de mercado.

En general, entonces, la demanda de dinero crece proporcionalmente con el nivel de precios o lo que es lo mismo, es una demanda de balances reales: si los precios suben en un tercio, la demanda de dinero nominal tiende a subir en un tercio para poder comprar los mismos bienes a precios más altos y, de acuerdo con lo explicado, la demanda de dinero también depende positivamente del ingreso real y negativamente de la tasa de interés. Además, el dinero se puede demandar como almacén o depósito de valor: brinda anonimato a su poseedor; constituye una alternativa segura en situaciones o países que atraviesan por altas desestabilizaciones de su sistema financiero; y, finalmente, puede mantenerse con propósitos de obtener ingresos mediante la especulación cuando no hay activos financieros alternativos disponibles que paguen tasas de interés atractivas.

### Actuación permanente

*Si la demanda de dinero está sujeta a amplias fluctuaciones, los bancos centrales tienen más dificultades cuando tratan de que la oferta de dinero se sitúe en niveles que la equilibren con aquélla; es como apuntarle a un blanco móvil. En Venezuela, donde toda la economía está sujeta a los vaivenes de los precios petroleros, el Banco Central enfrenta una doble dificultad: cuando los precios del crudo son altos, el ingreso de divisas crece y con él —al transformarse dicho ingreso en bolívares a la tasa de cambio correspondiente— la oferta de dinero; en tal situación, el BCV debe tratarse de esterilizar el crecimiento de esta oferta monetaria que considere inconveniente para el sano comportamiento de la economía. Por el contrario, cuando los precios del petróleo son bajos, se generan expectativas negativas sobre las posibilidades de la economía —por ejemplo—, de poderse pagar la deuda externa o de que no se genere una depreciación del bolívar; ante tal situación, la demanda de dinero —de bolívares— tiende a caer, lo que obliga al BCV a actuar para estabilizar el mercado monetario. Así, en términos de la actuación de la autoridad monetaria, una caída de la demanda de dinero tiende a promover acciones en la misma dirección que cuando hay un aumento disonante de la oferta de dinero. Ambos constituyen retos para el Banco Central.*

intereses que se deja de conseguir por no conservar, alternativamente, otros activos financieros que sí pagan intereses, como los bonos; mientras que si se mantiene un alto inventario de bonos, habrá que pagar algún costo para convertirlos en dinero cuando se quiera comprar determinado bien o servi-

**Luis E. Rivero M.**  
Asesor a la Presidencia



## ¿Qué son los Repos?

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.

Los REPOS son utilizados por los bancos centrales en sus operaciones de mercado abierto para poder afectar temporalmente la liquidez bancaria, a los fines de restablecer los niveles adecuados de dicha liquidez. Cuando los bancos centrales compran con pacto de reventa generan reserva y cuando venden con pacto de recompra absorben liquidez.

Deben su nombre a la contracción de la denominación en inglés de este instrumento "*repurchase and reverse repurchase agreement*" o sea, operaciones de compra-venta con pacto de recompra-reventa, y también son conocidos como REPOS.

**REPO Clásicos:** es una operación de venta o compra temporal de títulos valores en la cual se acuerda la fecha de recompra o reventa, más 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 igualen en cuanto a cantidad y calidad o sea, que deben entregarse títulos de la misma especie.

**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 contado 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 Bloqueados:** los títulos comprados son registrados en una cuenta aparte y permanecen inamovibles has-

ta 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.

**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 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 de la Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR).

**REPO Especiales:** son los que se efectúan sobre un título valor específico.

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

**Presidente**  
Diego Luis Castellanos E.  
**Primer Vicepresidente**  
**Gerente**  
Gastón Parra Luzardo  
**Gerente de**  
**Comunicaciones**  
**Institucionales**  
Mary Batista Lorenzo

**Grupo Editor**  
Luis E. Rivero M.  
María Josefa Mirabal  
Rafael J. Crazut  
Txomin las Heras  
Inger Pedreáñez

**Jefe del Departamento de**  
**Información**  
Txomin las Heras  
**Departamento de Información**  
Inger Pedreáñez  
María F. Marcano  
María M. Ramírez S.  
Marthi Cardozo  
Isabel Mora

**Corrección,**  
**diagramación**  
**e impresión**  
Dpto. de  
Publicaciones  
ISSN  
1315-1407

Los artículos de opinión  
no reflejan necesariamente  
la política informativa  
del BCV.  
El Grupo Editor evalúa  
los contenidos  
de esta publicación.