



E C O N Ó M I C O

6 DEPARTAMENTO DE INFORMACIÓN Boletín económico informativo, julio de 2003 • año 8

## El fin de la deuda de Fogade con el BCV abre nuevos caminos a la política monetaria

El Banco Central de Venezuela, el Fondo de Garantía de Depósitos y Protección Bancaria y el Ministerio de Finanzas firmaron el acuerdo para establecer la forma y modalidades de pagos de la deuda que mantiene Fogade con el BCV, derivada de los anticipos recibidos para atender los

auxilios financieros otorgados luego de la crisis financiera de 1994.

El acto, realizado en Miraflores, lo encabezó el presidente de la República Bolivariana de Venezuela, Hugo Chávez Frías. En la firma estuvieron presentes, el presidente del BCV, Diego Luis

Castellanos, acompañado por los demás miembros del Directorio; el ministro de Finanzas, Tobías Nóbrega, y el presidente de Fogade, Rómulo Henríquez Navarrete.

El monto de la deuda es de 800 millardos de bolívares, cifra que fue calculada utilizando la metodología del valor presente. Ese total está distribuido de la siguiente manera: Fogade se compromete a comprar la cantidad de Bs. 480 millardos en bonos de deuda pública nacional, con recursos propios. Fogade recibirá la cantidad de Bs. 170 millardos en bonos de la deuda pública nacional, por concepto de bienes muebles e inmuebles propiedad del Fondo cedidos o que pueden cederse a la República. Igualmente, recibirá la cantidad de Bs. 150 millardos en bonos de la deuda pública nacional, por concepto de aporte patrimonial de la República. Todos estos títulos serán entregados al BCV. Estos bonos de la deuda pública nacional serán valorados a la par y vencerán en los años 2009 y 2010.

Los bonos que recibe el Banco Central de Venezuela servirán para hacer operaciones de mercado abierto, lo que le permitirá al instituto emisor llevar a cabo su política monetaria de manera menos onerosa debido a que, además de contar con un activo para este propósito, el BCV percibirá intereses por la tenencia de dichos títulos.

### Citas, luego de la firma

#### Rómulo Henríquez Navarrete, presidente de Fogade:

*"Hemos dado un poderoso paso de avance en el camino de fortalecer el sistema financiero venezolano y la economía de nuestro país".*

#### Diego Luis Castellanos, presidente del BCV:

*"Con este acto del acuerdo entre Fogade, el Ministro de Finanzas y el Banco Central se cierra al fin el capítulo doloroso y traumático para el país de la crisis bancaria de 1994 (...). Al honrar Fogade su deuda con el Banco Central, se demuestra que la crisis bancaria concluyó prácticamente sin generar costos tanto para los depositantes, porque recuperaron sus haberes mediante los recursos que el Banco Central le prestó a Fogade, como para el Banco Central mismo, porque es resarcido con los fondos que le facilitara a ese organismo. El país debe valorar la trascendencia de estos hechos, y las autoridades deben utilizar todas las experiencias acumuladas para contribuir con la estabilidad del sistema financiero, conscientes de que es su mejor aporte al desarrollo de la sociedad y de la economía venezolanas. En consecuencia, es un aporte fundamental para el desarrollo humano de los seres que tenemos la suerte de habitar en esta tierra de gracia".*

#### Tobías Nóbrega, ministro de Finanzas:

*"Esto forma parte de un acuerdo más general que suscribimos entre el Ejecutivo Nacional, el Banco Central y el sistema bancario. Un acuerdo para la estabilidad y la recuperación económica, dirigido fundamentalmente a alcanzar en el corto, mediano y largo plazo una serie de condiciones que precisamente irán a favor de la recuperación de la economía, de la recuperación del empleo, de la baja de las tasas de interés, y de un mejor ordenamiento del proceso de colocación de la deuda pública nacional".*

#### Presidente de la República, Hugo Chávez Frías:

*"...Fortalecido el Banco Central, fortalecido Fogade y fortalecida las finanzas públicas..."*

## Inflación y crecimiento económico

Son diversas las opiniones que los economistas tienen con respecto a la influencia de los precios en el crecimiento económico. El objetivo de lograr el crecimiento económico con pleno empleo a través de políticas fiscales y monetarias activas ha sido materia de estudio para economistas, principalmente keynesianos. Pero, la evolución de la actividad económica no depende únicamente de dichas políticas; el análisis es más complejo.

Existe una amplia literatura sobre la relación entre inflación y crecimiento económico. Por ejemplo, Barro (1995) encuentra que, para una muestra de 100 países y basada en información del período 1960-1990, un aumento de diez puntos porcentuales en la tasa de inflación reduce el crecimiento económico per cápita entre 0,2 y 0,3 por ciento. Por su parte, Levin y Zervos (1993) argumentan que solamente inflaciones altas y volátiles inciden negativamente sobre el crecimiento. Guerra y Dorta (2002) encuentran evidencias del efecto negativo de la inflación y su volatilidad en el crecimiento económico en Venezuela durante el período 1950-1995: cuando analizan el período de baja inflación (1950-1973) hallan que la inflación no afecta de modo importante el crecimiento; este resultado está en línea con los de Levin y Zervos. Adicionalmente, Guerra y Dorta encuentran que las sorpresas inflacionarias (inflación observada menos inflación esperada) tienen mayor

relevancia para explicar las contracciones de la actividad económica.

### ¿Por qué la inflación tiene un efecto negativo sobre el crecimiento económico?

Muchos economistas coinciden en que la inflación tiene un efecto negativo sobre el crecimiento porque los agentes económicos no son capaces de predecir la inflación o porque unos están mejor informados que los otros. Ambos hechos afectan negativamente a la inversión y al consumo. Afectan a la inversión, porque se dificulta el cálculo económico sobre sus posibles niveles de

rentabilidad, lo que induce la postposición de los proyectos de inversión futura cuando tal decisión sea posible y lógica. Afecta al consumo, porque las familias se ven obligadas, ante la incertidumbre, a modificar sus patrones de gasto y la relación entre gasto y ahorro. Además, la dificultad para estimar el comportamiento probable de los precios también tiende a generar expectativas negativas sobre la posible dirección futura de las políticas públicas y a reforzar las modificaciones inducidas –antes señaladas– sobre los gastos de inversión y consumo.

---

### El BCV y el desarrollo humano

---

*La Constitución de la República Bolivariana de Venezuela dice que "el Estado debe promover y defender la estabilidad económica, evitar la vulnerabilidad de la economía y velar por la estabilidad monetaria y de precios, para asegurar el bienestar social". En el mismo artículo señala que para facilitar el logro de los objetivos macroeconómicos, el ministerio responsable de las finanzas y el Banco Central de Venezuela contribuirán a la armonización de la política fiscal con la política monetaria.*

*Por su parte, la Ley del Banco Central de Venezuela indica que uno de sus objetivos y funciones es contribuir al desarrollo armónico de la economía nacional, en atención a los fundamentos del régimen socioeconómico de la República. Así mismo, el artículo 89, referido a la coordinación macroeconómica, reza que "el Banco Central de Venezuela y el Ejecutivo Nacional actuarán coordinadamente con el fin de promover y defender la estabilidad económica del país, evitar la vulnerabilidad de la economía y velar por la estabilidad monetaria y de precios, para asegurar el bienestar social y el desarrollo humano, consistente con las metas trazadas en el contexto de la política económica y en particular con las líneas generales del plan de desarrollo económico y social de la nación".*

*En respuesta al mandato de la Constitución Nacional y de la propia Ley del BCV, amén de la responsabilidad social y el principio de transparencia, el instituto emisor presentó su modelo de gestión para el 2003, en el cual se considera como una línea de acción para ejercicios próximos, el diseño de los instrumentos de política monetaria y cambiaria para enfrentar políticas de desarrollo, entre otros aspectos.*

---

#### Fuentes consultadas

Barro, Robert. *Inflation and economic growth*. Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 35, May 1995.

Escobar, Gustavo. *Cómo se mide el crecimiento económico en Venezuela*. Estudios Iesa, N° 7, 1997.

Guerra, José y Miguel Dorta. "Efectos de la inflación sobre el crecimiento económico en Venezuela", 1950-1995, publicado en *Estudios sobre la inflación en Venezuela*. Colección Económico Financiera, BCV, 2002.

Levin, Ross and Sara J. Zervos. *What we have learned about policy and growth from cross-country regressions*. American Economic Review, Papers and proceedings, Vol. 83, May 1993.



## ¿Qué es el PIB?

El indicador más usual para medir el crecimiento económico es el Producto Interno Bruto (PIB). Es la suma expresada en dinero(a precios constantes o a precios corrientes) de todos los bienes y servicios finales producidos en un país o territorio determinado durante un período dado (usualmente un trimestre o un año).

El PIB puede medirse de diversas formas. Desde el enfoque del ingreso, se mide

El PIB a precios corrientes se refiere a la valoración de la cantidad de bienes y servicios finales producidos en un país o territorio a precios del período vigente o al cual se refiere la medición. Por su parte, el PIB a precios constantes se refiere a la valoración de esos bienes y servicios producidos en el período X a precios del año Y (año base). Al PIB a precios constantes y al PIB a precios corrientes también se les denomina PIB real y PIB nominal, respectivamente.

1999 en un porcentaje determinado. Por el contrario, si se calcula la tasa de variación del PIB utilizando sus mediciones a precios corrientes, no se sabe cuánto de esa variación se debió a cambios en los precios (inflación) o en la actividad económica (real) durante el año 1999.

## ¿Entre el PIB a precios constantes y a precios corrientes cuál es el mejor indicador para medir crecimiento económico?

Lógicamente, el PIB real o PIB a precios constantes, ya que con este indicador se logra aislar el efecto de los precios cuando se compara el PIB de varios años.

## ¿Para medir crecimiento económico, basta con comparar el PIB de dos períodos consecutivos?

Muchas veces se mide el crecimiento económico a través de la tasa de variación porcentual que registra el PIB real o a precios constantes, generalmente en un año. También se utiliza como indicador de crecimiento económico a la tasa de variación del PIB real per cápita, el cual mide el volumen del producto por habitante.

Sin embargo, cuando se realizan estudios sobre crecimiento económico, generalmente los economistas prefieren utilizar medidas que cubran más períodos, ya que el concepto de crecimiento está vinculado con el largo plazo. También se utilizan técnicas econométricas que permiten aislar el comportamiento de corto plazo (cíclico y estacional) del comportamiento de largo plazo (tendencia) de un conjunto de observaciones del PIB real, los cuales conforman una serie de datos. Es recomendable que dicha serie contenga datos para varias décadas. Una vez que se realiza esta separación, se toman los datos de tendencia y se estudia cuáles factores influyeron en el crecimiento económico de esa muestra o conjunto de datos.

### Apuntes de Joseph Stiglitz

*El premio Nobel de Economía 2001 y ex funcionario del FMI, Joseph Stiglitz (\*), publicó recientemente un artículo titulado "Mentiras graves sobre los bancos centrales", en el cual trata de enfocar la importancia de "las variables de interés directo", como son desempleo y condiciones de vida, en la definición de la política económica. Estos son algunos párrafos de ese artículo:*

*"Si los bancos centrales se centran en la inflación, cumplen mejor con su tarea de controlarla. Pero el de controlar la inflación no es un fin en sí mismo: es un simple medio para lograr un crecimiento más rápido y más estable y con menor desempleo.*

*Ésas son las variables reales que importan y existen pocos testimonios de que los bancos centrales independientes que se centran exclusivamente en la estabilidad de los precios obtengan mejores resultados en cuanto a esos aspectos decisivos. George Akerlof, que compartió el premio Nobel conmigo en 2001, y sus colegas han sostenido convincentemente que existe una tasa óptima de inflación, superior a cero. De modo que la búsqueda a toda costa de la estabilidad de precios menoscaba, en realidad, el crecimiento económico y el bienestar"...*

*"...Una política monetaria demasiado permisiva corre el riesgo de aumentar la inflación; si es demasiado rígida, puede causar innecesariamente un aumento del desempleo".*

*\* Joseph Stiglitz es profesor de Economía y Finanzas en la Universidad de Columbia. Antes había sido Presidente del Consejo de Asesores Económicos del Presidente Bill Clinton, economista jefe y vicepresidente más antiguo del Banco Mundial.*

a través de las remuneraciones de los factores de producción (trabajo y capital) más el consumo de capital fijo o depreciación. En adición, se le suman los impuestos indirectos y se le substraen los subsidios indirectos, los cuales afectan los precios finales de los bienes y servicios. También puede ser estimado por la vía del gasto, a través de la agregación del consumo privado, el consumo del gobierno, la inversión (privada y gubernamental) y las exportaciones netas.

## ¿Para qué se valora el PIB a precios constantes?

Para aislar el efecto de los precios sobre la actividad real. Por ejemplo, si deseamos saber cuánto creció o se contrajo la economía entre el año 1998 y 1999, tomamos el PIB de esos dos años a precios constantes, es decir, ambos expresados a precios de un año base (1984)<sup>1</sup> y calculamos su tasa de variación. Este resultado indica que la cantidad de bienes y servicios producidos en el país creció o se contrajo en el año

<sup>1</sup> En la actualidad, el BCV trabaja en el cambio del año base.

### La inflación objetivo en publicaciones del BCV

Existe una tendencia en el mundo a adoptar la inflación objetivo (*inflation targeting*) como esquema de política monetaria. El primer país en aplicar este esquema fue Nueva Zelanda en 1990. Desde entonces, el número de países desarrollados que han instrumentado este marco de política monetaria se ha incrementado, entre ellos se cuentan Canadá, Inglaterra, Australia, Suecia, Finlandia, Hungría y España. En América Latina, Chile fue pionero (1991), seguido por Perú (1994), Brasil, México y Colombia (todos en 1999). Así mismo, otro grupo de países (Alemania, Estados Unidos, Israel e Italia) ha optado por establecer metas inflacionarias implícitas, es decir, sin anuncio formal.

En una política monetaria de inflación objetivo las autoridades económicas se comprometen explícitamente al logro de una meta de inflación, por lo general dentro de un rango y plazos definidos. Una vez fijado ese objetivo, los bancos centrales realizan un seguimiento del comportamiento del Índice de Precios al Consumidor y otros indicadores (como el núcleo inflacionario), que pueden señalar hacia dónde va el comportamiento de los precios.

En los programas de metas de inflación cada país selecciona la variable operativa, de acuerdo con el control que pueda tener cada banco central sobre la misma: tasa interbancaria, base monetaria, tasas de interés semanales, tasa de los repos de corto plazo, son algunas de las opciones que se utilizan.

En un esquema de este tipo, la política monetaria se ejecuta, frecuentemente, mediante movimientos graduales y con intervalos pequeños de las tasas de interés, lo que cuenta con la ventaja de que son absorbidas por la economía con escasa volatilidad y sin producir choques contraproducentes a la estabilidad del

resto del mundo. Seminarios y charlas con invitados extranjeros realizadas en su sede, son recogidas ahora en dos publicaciones de la *Revista BCV*.

Las experiencias de México, Colombia y Chile en la aplicación de regímenes de inflación objetivo son parte del contenido

### La Revista BCV

*Foros es una publicación de la Revista BCV que recoge el resultado de los encuentros periódicos de especialistas que intercambian ideas y planteamientos considerados de interés y actualidad dentro del mundo de la teoría y la política económica.*

*Por su parte, la Revista BCV es una publicación semestral dedicada a la divulgación de ensayos y trabajos de investigación asociados con la misión del Banco Central de Venezuela. Consta de una sección arbitrada de artículos, una sección de documentos y otra de reseñas de libros y comentarios bibliográficos.*

*El suplemento Biblioteca del Pensamiento Económico, que acompaña la más reciente edición de la Revista BCV, incluye dos artículos del Dr. Jesús María Herrera Mendoza, quien fuera presidente fundador del Banco Central de Venezuela (1940-1948).*

producto. Pero el movimiento de las tasas de interés debe ser parte de una estrategia general y reflejo de la postura de política monetaria que asume el banco central, lo que requiere de un análisis completo de las relaciones macroeconómicas: ahorro e inversión, cuenta corriente de la balanza de pagos, cuentas fiscales, agregados monetarios y crédito, entre otros.

### Para saber más

La inflación objetivo es uno de los procesos que ha venido estudiando el Banco Central de Venezuela, dentro de su área de análisis y seguimiento de los fenómenos económicos en el país y en el

de la más reciente edición de la *Revista BCV* (Volumen XVII. 1. 2003), disponible en sus librerías de Caracas y Maracaibo. Además, ya está circulando en la página web del BCV, la revista *Foros* (Edición extraordinaria de la *Revista BCV*), que contiene un conjunto de conferencias y ponencias presentadas con motivo de la celebración del VII Encuentro Internacional de Economía de la *Revista BCV*, efectuado en Caracas durante el 23 y el 24 de septiembre del año 2002, que versó sobre la dinámica de la política monetaria en Latinoamérica destinada a enfrentar el fenómeno inflacionario.

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

**Grupo Editor**  
Luis E. Rivero M.  
Omar Mendoza  
Mary Batista Lorenzo  
Txomin las Heras  
Inger Pedreañez

**Jefe del Departamento**  
**de Información**  
Txomin las Heras  
**Departamento de Información**  
Inger Pedreañez  
María Fernanda Marciano  
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.